



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Clasificación y Tendencia**

Analista
Eduardo Valdés S.
Tel. (56-2) 2433 5200
eduardo.valdes@humphreys.cl

Fondo Mutuo EuroAmerica Proyección E

Octubre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Cuotas	AA- fm ¹
Riesgo de mercado	M5
Tendencia	Estable ²
Estados Financieros	Diciembre 2012 ³
Administradora	EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Fondo Mutuo EuroAmerica Proyección E (en adelante **FM Proyección E**), comenzó sus operaciones en abril de 2009, es administrado por **EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A.** (en adelante EuroAmerica AGF), sociedad que forma parte del Grupo EuroAmerica, *holding* financiero de reconocido prestigio, con más de cien años en el mercado nacional. El grupo se divide en: compañía de seguros de vida, corredora de bolsa, corredora de bolsa de productos, administradora general de fondos y servicios financieros.

El objetivo general del fondo consiste en la implementación de una política de inversión, que invertirá los activos en instrumentos de deuda e instrumentos de capitalización emitidos por emisores nacionales y extranjeros. La exposición en instrumentos de deuda tendrá como mínimo un 70% del valor total de los activos del fondo.

El fondo es una alternativa para aquellas personas que desean realizar ahorro previsional voluntario y/o ahorro previsional voluntario colectivo pensando en un horizonte de inversión de largo plazo.

Según la información al 30 de septiembre de 2013, el capital administrado por el fondo ascendía a US\$ 47,9 millones, con un promedio de US\$ 39,6 millones para los últimos doce meses. El 100% del fondo está invertido en instrumentos de renta fija.

Humphreys subió la clasificación del **FM Proyección E** desde "Categoría A+ fm" a "Categoría AA- fm" por la disminución en sus niveles de pérdida esperada para un horizonte de siete años plazo (que llegó a alcanzar un promedio de 0,330% entre octubre de 2010 y septiembre de 2011), la cual se ha mantenido en el tiempo (en los últimos 24 meses tuvo un promedio de 0,166%), alcanzando niveles de 0,142% en septiembre de 2013. Lo anterior evidencia un mayor enfoque hacia instrumentos menor riesgo crediticio.

Adicionalmente, la clasificación de las cuotas incorpora la administración de EuroAmerica como factor positivo, puesto que la entidad, en opinión de **Humphreys**, posee una alta capacidad de gestión para administrar

¹ Clasificación anterior: A+ fm

² Tendencia anterior: Favorable

³ Corresponden a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la SVS al cierre de septiembre de 2013 (Cartera de inversiones, valores cuota).

fondos, lo que permite presumir una baja probabilidad de deterioro significativo en el nivel de riesgo actual de las cuotas.

Sin perjuicio de las fortalezas aludidas, la clasificación de riesgo se encuentra acotada por el hecho de que la composición de la cartera de inversión, según los límites establecidos en el reglamento interno del fondo, podría presentar variaciones significativas en cuanto a riesgo crediticio de los emisores (sobre B/N-4), lo cual trae consigo un deterioro potencial en el riesgo de las cuotas. Con todo, se consideran como atenuantes las restricciones que se impone la sociedad administradora, en términos de políticas internas de inversión más restrictivas que las exhibidas por el reglamento interno. Si bien existe amplitud de definición en cuanto a la calificación de los emisores en el reglamento interno, hay que destacar que esta situación es transversal a la industria de fondos mutuos en Chile.

Por su parte, el riesgo de mercado asignado corresponde a *M5*, en atención al perfil de la cartera, expresada en distintas monedas y de larga duración. Esto se evidencia en el hecho de que durante los últimos doce meses la cartera ha estado expresada en Unidades de Fomento (84,51%), pesos (15,46%) y cuotas de fondos (0,03%).

En lo que va de 2013, el fondo ha respetado el margen máximo por emisor establecido en el reglamento interno. La duración promedio de la cartera, en tanto, se ha mantenido dentro de los plazos definidos por el reglamento, promediando 5,6 años en los últimos doce meses.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se califica "*Estable⁴*", principalmente producto que no se visualizan cambios relevantes en las variables que determinan la clasificación de riesgo.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la cartera de inversiones no sufra deterioros en sus niveles de riesgo y que la administradora mantenga los actuales estándares de calidad.

Resumen Fundamentos Clasificación (No considera riesgo de Mercado)

Fortalezas centrales

- Comportamiento del fondo: con bajos niveles de pérdida esperada en el tiempo.
- Adecuada rentabilidad del fondo.

Fortalezas complementarias

- Adecuados equipos de trabajo.
- Adecuado manejo de conflictos de interés.

Limitantes

- Amplitud de límite en relación a riesgo de activos (fuertemente atenuado por políticas internas y evidencia de comportamiento pasado).
- Sensibilidad de la cartera ante cambios en la tasa de interés.

⁴ Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Definición categoría de riesgo

Riesgo crediticio: Categoría AA

Cuotas con muy alta protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

"-": Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría M5

Cuotas con alta sensibilidad a cambios en las condiciones de mercado.

Antecedentes generales

FM Proyección E es administrado por EuroAmerica AGF, sociedad que forma parte del Grupo EuroAmerica, holding financiero de reconocido prestigio, con más de cien años en el mercado nacional. En cuanto a sus operaciones, el grupo se divide en compañía de seguros de vida, corredora de bolsa, corredora de bolsa de productos, administradora general de fondos y servicios financieros.

Según información otorgada por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), al 30 de septiembre de 2013 la sociedad administraba 21 fondos mutuos y un fondo de inversión. El patrimonio total de fondos mutuos administrados ascendió aproximadamente a US\$ 611 millones, cifra que le otorgaba una participación de mercado en torno al 1,7%. En términos de montos, las principales concentraciones la constituyen los fondos de libre inversión con un 28%.

A esa fecha, los fondos de libre inversión representaban el 28% de los fondos mutuos administrados por la AGF. Entre los fondos tipo VI, EuroAmerica AGF mostraba una participación de 6,5% del mercado.

La tabla siguiente presenta la distribución por tipo de fondos mutuos administrados por la Sociedad:

Tabla 1 : Distribución de fondos administrados

Distribución por tipo de fondos	
Deuda corto plazo menor a 90 días	5,3%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	21,3%
Mediano y largo plazo	6,8%
Mixto	0,5%
Capitalización	15,5%
Libre inversión	28,0%
Estructurados	0,0%
Inversionistas calificados	22,7%

Visión de negocio

La constitución de fondos por parte de la administradora se enmarca dentro de la estrategia de negocio global de EuroAmerica S.A., lo cual implica tener diversas alternativas de inversión dirigidas tanto a personas como a empresas e instituciones. Es así como la administradora gestiona fondos mutuos de renta fija y variable en instrumentos nacionales e internacionales, en los que el cliente puede invertir dependiendo de su horizonte de inversión y perfil de riesgo.

Estructura organizacional

El directorio de la sociedad, presidido por el Sr. Nicholas Davis, está compuesto por cinco miembros, que sesionan mensualmente (dejando formalizado en actas las resoluciones acordadas en las juntas directivas). Sobre ellos recae la responsabilidad de definir las distintas estrategias que seguirá la sociedad administradora, así como velar por su correcto desempeño. Asimismo, esta instancia es la encargada de supervisar la adecuada materialización de las diferentes políticas y estrategias definidas para cada uno de los fondos administrados.

A continuación se presentan los miembros que conforman el directorio y la gerencia general de la administradora a septiembre de 2013:

Tabla 2 : Directorio y gerencia general EuroAmerica AGF

Directorio	Cargo
Nicholas A. Davis Lecaros	Presidente
Carlos Muñoz Huerta	Vicepresidente
Nicolás Gellona Amunategui	Director
Jorge Lesser Garcia-Huidobro	Director
José De Gregorio Rebeco	Director
Sergio Rosenberg Aratangy	Gerente General

El directorio de la sociedad lo componen tanto miembros del directorio de la empresa matriz como ejecutivos de la misma, lo que refuerza la integración estratégica de la sociedad administradora dentro del *holding*.

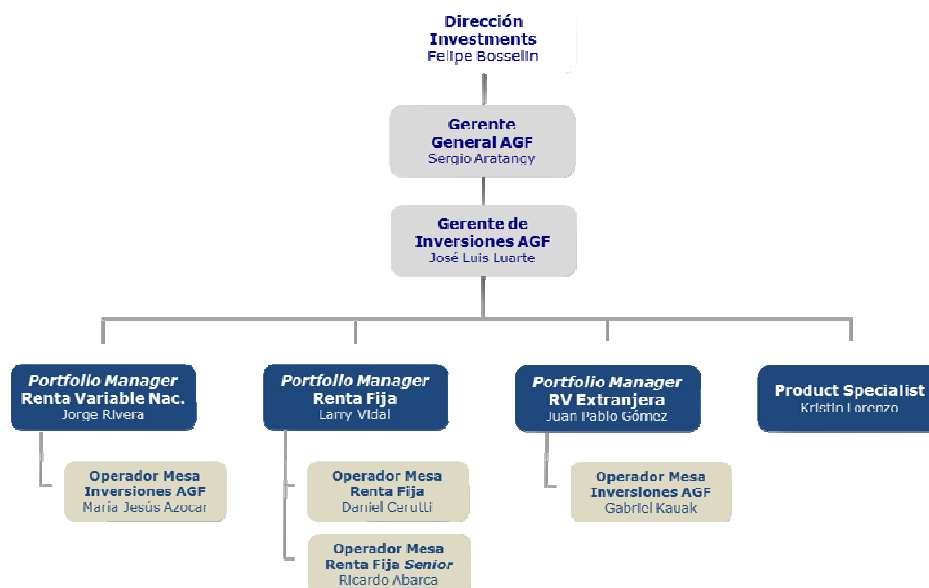
En cuanto a su estructura administrativa, la gerencia general de la sociedad recae sobre el Sr. Sergio Rosenberg Aratangy, cuyo objetivo principal es supervisar y controlar el normal desempeño de las funciones que realizan las distintas áreas que conforman la sociedad administradora y que, en definitiva, sustentan la gestión de los fondos.

La organización de EuroAmerica AGF se cruza con la estructura del grupo, siendo apoyada por las distintas áreas funcionales de ésta lo que le permite beneficiarse de la escala global del *holding*.

En cuanto a la estructura propia de la sociedad administradora, presenta una disponibilidad de recursos que responde adecuadamente a las necesidades de sus negocios, permitiendo sustentar el normal desempeño de

sus operaciones; no obstante, en la medida que aumente el volumen de éstas deberá, ir reforzándose y adecuándose a las nuevas exigencias.

En el siguiente cuadro se presenta el organigrama correspondiente a EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A.:



Para obtener mayor información acerca de la administradora visite nuestra página *web* (www.humphreys.cl), donde se encuentra el Informe de Clasificación con un análisis detallado de EuroAmerica Administradora General de Fondos.

Fondo y cuotas del fondo

Objetivos y política de inversión del fondo

El objetivo general del fondo, según su reglamento interno, consiste en la implementación de una política de inversión, que invertirá los activos en instrumentos de deuda e instrumentos de capitalización emitidos por emisores nacionales y extranjeros. La exposición en instrumentos de deuda tendrá como mínimo un 70% del valor total de los activos del fondo.

Está orientado a personas que desean incrementar el valor de sus ahorros e inversiones en el largo plazo, siendo una alternativa para quienes desean realizar ahorro previsional voluntario y/o ahorro previsional voluntario colectivo pensando en un horizonte de inversión de largo plazo.

En términos específicos, la política de inversión estipulada en el reglamento interno establece, entre otras cosas, que:

- Deberá invertir como mínimo un 70% en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo.
- Deberá invertir como máximo un 30% en instrumentos de capitalización.
- El horizonte de inversión es de largo plazo.
- En términos de clasificación de riesgo, sólo se podrá invertir en valores de emisores nacionales, cuya clasificación equivalga a "B", "N-4", o superiores.
- Podrá mantener dentro de su cartera instrumentos de deuda y capitalización de emisores nacionales y extranjeros.
- Un límite máximo de inversión por emisor de 10% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión en cuotas de un fondo de inversión extranjero de 25% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión en títulos de deuda de securitización de 25% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión por grupo empresarial y sus personas relacionadas de 25% del activo del fondo.

Cabe destacar que la política de inversiones del Fondo no hará diferenciaciones entre valores emitidos por sociedades anónimas que no cuenten con el mecanismo de Gobierno Corporativo descrito en el artículo 50 Bis de la Ley N°18.046.

En la práctica, **FM Proyección E** ha presentado una cartera de inversión concentrada en bonos corporativos, bonos de bancos e instituciones financieras, depósitos a plazo y bonos subordinados, los que para los últimos doce meses alcanzan participaciones promedio de 35,5%, 33,3%, 9,3% y 8,7% respectivamente. Respecto de la clasificación de largo plazo de las instituciones que emiten los activos subyacentes de la cartera, al cierre de septiembre de 2013, el 83,7% de la cartera se encuentra clasificada con nota "AA-" o superior (promedio de 81,6% para los últimos doce meses) respetando la cota de clasificación de riesgo de emisores mínima estipulada en el reglamento interno (B). El portafolio se ha enfocado en instrumentos de largo plazo, con una duración promedio de 8,8 años entre octubre de 2012 y septiembre de 2013. Cabe destacar que durante el periodo analizado⁵ el fondo no presentó incumplimientos en cuanto a límites por emisor establecidos en el reglamento interno.

En opinión de **Humphreys**, el reglamento del **FM Proyección E** explicita de manera adecuada las características de los instrumentos en los cuales el fondo puede invertir sus recursos. Sin embargo, en relación a la composición actual de sus activos, y dadas las restricciones de inversión a las que debe someterse, existe la posibilidad de deterioro en el nivel de riesgo crediticio sin incumplir lo establecido en el reglamento interno. A pesar de este último aspecto, en la práctica el portafolio ha sido administrado de tal manera que su riesgo crediticio se ha mantenido acotado a lo largo de los últimos años concentrándose preferentemente en instrumentos nominados en unidades de fomento y pesos chilenos⁶.

⁵ Referido al periodo comprendido entre octubre de 2012 y septiembre de 2013.

⁶ Al cierre de septiembre de 2013 el 84,2% del activo del fondo se encuentra expresado en UF mientras que el 15,6% en pesos.

Composición del fondo

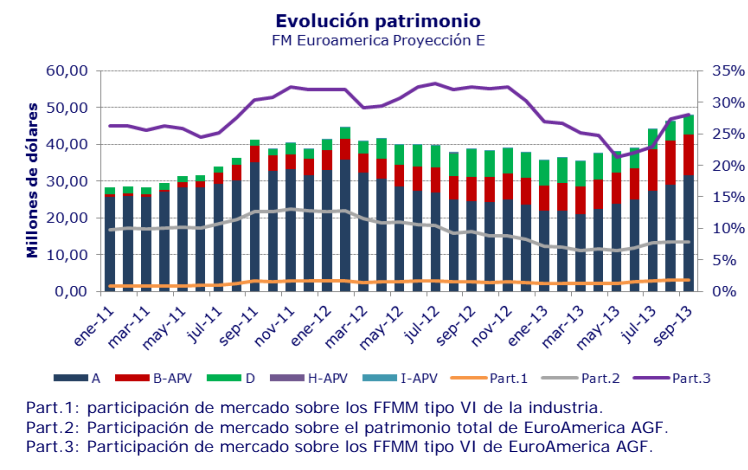
El reglamento interno del fondo señala que éste se compone de cinco series de cuotas, las cuales se diferencian por requisito de ingreso y/o remuneración cobrada por la AGF. Tal como se aprecia en la última columna del cuadro siguiente, sólo tres series presentan movimientos de importancia en el presente año⁷, a saber las series A, B-APV y D:

Tabla 1: Resumen series de cuotas.

Serie	Monto mínimo	Enfoque	Patrimonio* (Sep-2013)	Importancia de la serie
A	Sin monto mínimo	Todo inversionista	31,48	65,78%
B-APV	Sin monto mínimo	APV/APVC (máx. 100 partícipes)	11,05	23,09%
D	\$500.000.000	Todo inversionista	5,19	10,84%
H-APV	Sin monto mínimo	APV/APVC (máx. 300 partícipes)	0,03	0,07%
I-APV	Sin monto mínimo	APV/APVC (sobre 300 partícipes)	0,11	0,22%
			47,86	100,00%

* en millones de dólares

Al 30 de septiembre de 2013 el fondo presentaba un tamaño aproximado de US\$ 47,9 millones, siendo la serie A, la de mayor importancia al aportar con US\$ 31,5 millones. En términos generales, el fondo ha mostrado una evolución creciente en el último año, pasando desde US\$35,6 millones a US\$ 47,9 millones entre enero y septiembre de 2013, promediando US\$ 40,0 millones en dicho período, como se puede apreciar en el siguiente gráfico:



Dentro de los fondos mutuos administrados por la AGF, la relevancia del **FM Proyección E** ha disminuido en el tiempo (entre septiembre de 2011 y septiembre de 2013, el patrimonio del fondo pasó desde un 12,7% a un 7,8% del patrimonio de la AGF). En términos de activos, el fondo está orientado principalmente a títulos de

⁷ Aportes o rescates informados en valores cuota.

deuda de largo plazo (bonos de empresas, bonos de bancos e instituciones financieras y en menor medida a depósitos a plazo y bonos subordinados). El cuadro siguiente muestra la evolución de las principales inversiones:

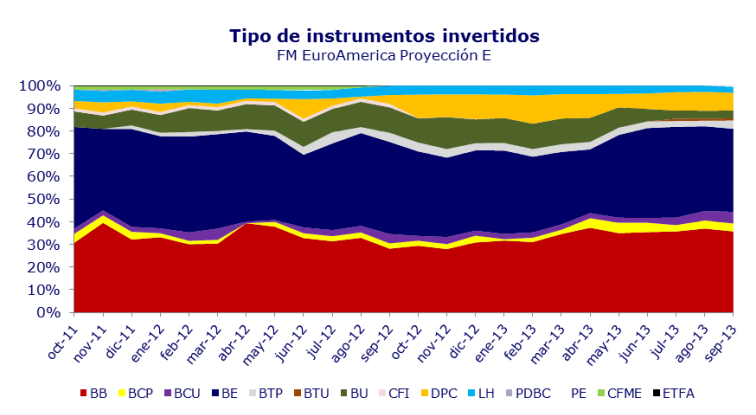


Tabla 4 : Composición cartera

Nemo	Instrumento	sep-10	sep-11	sep-12	sep-13
BB	Bonos de bancos e instituciones financieras	22,5%	25,5%	27,8%	35,7%
BCP	Bonos Banco Central de Chile en pesos	0,7%	1,2%	2,3%	3,5%
BCU	Bonos Banco Central de Chile en UF	8,5%	2,4%	4,1%	5,1%
BE	Bonos de empresas	44,4%	50,2%	40,1%	36,6%
BTP	Bonos Tesorería General de la República pesos	1,0%	0,5%	4,0%	3,6%
BTU	Bonos Tesorería General de la República UF	5,4%	2,9%	0,0%	1,0%
BU	Bonos subordinados	4,8%	7,9%	11,1%	3,4%
CFI	Cuotas de fondos de inversión	0,1%	1,3%	1,5%	0,0%
DPC	Depósitos plazo fijo vencimiento corto plazo	1,7%	1,2%	3,8%	7,8%
DPL	Depósitos plazo fijo vencimiento largo plazo	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%
LH	Letras hipotecarias	4,0%	4,1%	4,1%	2,7%
PE	Pagarés de empresas	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%
CFME	Cuotas de fondos mutuos extranjeros	1,8%	2,2%	0,0%	0,0%
ETFA	Títulos índices accionarios extranjeros	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%
Total		99,5%	99,9%	98,8%	99,8%

Proceso de inversión

Para el cumplimiento de los objetivos de los fondos administrados, EuroAmerica AGF cuenta con un equipo de profesionales, encabezados por el gerente general, seguido por el gerente de inversiones, tres *portfolio managers* y cuatro operadores de mesa.

Dentro del proceso de inversiones, cada fondo tiene definida una política interna -explicitada en los manuales "Políticas de Cartera de Inversiones", "Políticas de Riesgo Financiero e Información a los Emisores" y en su reglamento interno- en base a la cual se toman las decisiones de compra y venta de instrumentos. Lo anterior se complementa con las tácticas de inversión particular de cada fondo y con información concerniente a las expectativas sobre el mercado de capitales.

El equipo de inversión se reúne una vez al mes para analizar las distintas áreas, como son renta fija, renta variable nacional, renta variable internacional y finalmente *assets allocation*, materializando así los comités de inversión. Sus integrantes son:

- Gerente de inversiones
- *Portfolio manager* renta variable internacional
- *Portfolio manager* renta variable local
- *Portfolio manager* renta fija
- Dos operadores renta variable
- Dos operadores renta fija

En el comité se analiza de manera global las carteras de todos los fondos administrados, en cuanto a sus exposición, valorización y proyección. Además, se revisa el comportamiento específico de la cartera, la evolución de los activos administrados y se contrasta con las directrices establecidas para el mismo y sus *benchmarks*. El comité, en la práctica, es la instancia formal para analizar el control de gestión y el riesgo del portfolio. Para el caso específico de **FM Proyección E** las principales variables que se definen en el comité son el *duration* de la cartera y los límites máximos de exposición por clasificación de riesgo de los emisores.

A su vez -en promedio cuatro veces al año- se realiza un comité de productos, en el cual participan las áreas comercial, *marketing*, distribución e inversiones. En éste se presentan proyectos de nuevos fondos y se discute sobre posibles mejoras a los fondos actuales para que se adecuen de mejor manera a las necesidades de los clientes. Los nuevos proyectos, en tanto, nacen de la interacción de los conocimientos que tienen del mercado y sus clientes, las diversas áreas involucradas en el proceso.

Manejo de conflictos de interés

Para efectos del tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora, EuroAmerica AGF cuenta con el “Manual de Manejo de Información de Interés de Mercado”, vigente desde marzo de 2010, donde se establecen los criterios generales y específicos para su manejo.

Dentro de este contexto, EuroAmerica AGF norma las actividades de sus empleados al momento de realizar cualquier inversión a través de la administradora, quienes además se encuentran en constante fiscalización para asegurar que esto se cumpla.

En paralelo, el manual da un marco de acción adecuado para la toma de decisión cuando existen objetivos similares entre distintos fondos; asimismo, da las herramientas para garantizar un trato igualitario a los partícipes, independiente de su fondo y, por último, da a conocer los mecanismos existentes para controlar, evitar y solucionar un eventual conflicto de interés, definiendo claramente el rol y responsabilidad de cada involucrado ante una eventual situación irregular.

Cualquier infracción en contra de las disposiciones establecidas debe ser informada al gerente general, quien es el responsable de analizarla y, si correspondiere dictar una sanción según la naturaleza y gravedad de los hechos y sus consecuencias para la AGF, sus accionistas y el mercado en general.

En opinión de *Humphreys*, el manejo de los conflictos de interés está muy bien acotado por el manual del mismo nombre, especificando de manera clara y precisa, pero con la flexibilidad necesaria, los eventuales conflictos que pudiesen suscitarse en la operación de los fondos. Además se establecen los procedimientos pertinentes para asegurar la no ocurrencia de los mismos y en el caso que llegasen a existir, dar las pautas para la solución de los mismos.

Remuneraciones y comisiones

La remuneración por los servicios se aplica al monto que resulta de deducir al valor neto diario del fondo antes de remuneración, los aportes recibidos previo al cierre de operaciones del fondo y de agregar los rescates que corresponda liquidar en el día, esto es, aquellos rescates solicitados antes de dicho cierre. Con respecto a otros cobros, el fondo no estipula el pago de comisiones ni gastos por operación. El siguiente cuadro presenta la estructura de remuneraciones estipulada en el reglamento interno vigente:

Tabla 5 : Remuneración y comisión de las series

Serie	Remuneración fija (máx. anual)	Comisión
A	3,094% ⁽¹⁾	No contempla
B-APV	1,700% ⁽²⁾	No contempla
D	1,000% ⁽¹⁾	No contempla
H-APV	1,500% ⁽²⁾	No contempla
I-APV	1,300% ⁽²⁾	No contempla

⁽¹⁾ IVA incluido

⁽²⁾ Serie exenta de IVA

Según lo informado por la administradora, durante los primeros nueve meses de 2013, el fondo había recaudado US\$ 399 mil por concepto de remuneración (US\$ 601 mil durante 2012).

Política de endeudamiento⁸

Según lo establecido en el reglamento interno el fondo no contempla la posibilidad de endeudamiento, situación que se ha cumplido en los hechos.

Comportamiento del fondo y las cuotas

Rentabilidad y riesgo

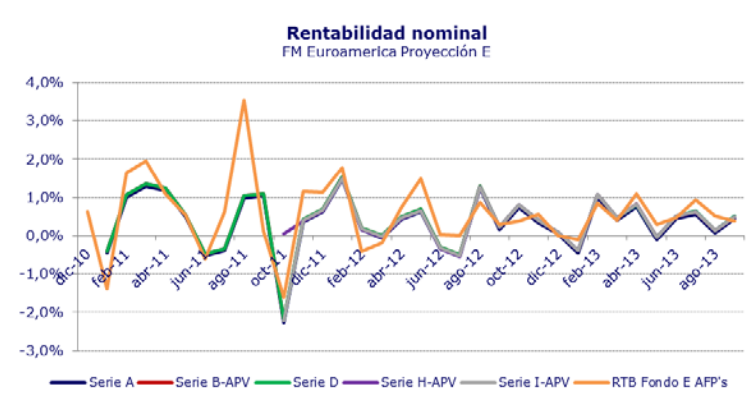
En términos comparativos, y considerando el efecto de las remuneraciones, en los últimos dos años la rentabilidad de sus series ha mostrado una tendencia similar a la exhibida por los fondos tipo E del sistema de AFP chileno⁹. Lo anterior muestra que se ha diseñado una estrategia destinada a seguir la rentabilidad de los

⁸ El reglamento interno no especifica los límites a los gravámenes que está sujeto el fondo.

⁹ *Benchmark* definido para este fondo.

fondos tipo E, y a partir de ello convertirse en una alternativa de inversión “para personas interesadas en realizar ahorro previsional voluntario de largo plazo”¹⁰.

Con todo, para los últimos 24 meses, el promedio mensual de la rentabilidad de cada una de las series del **FM Proyección E** ha sido superior al obtenido por su *benchmark*, exhibiendo indicadores de 0,279%, 0,337% y 0,337% y 0,370% y 0,281% para las series A, B-APV, D, H-APV e I-APV, respectivamente, que se encuentran, incluso considerando el efecto de las remuneraciones, por sobre del rendimiento alcanzado por los fondos tipo E, el cual promedió 0,098% para igual lapso. El gráfico que sigue muestra la evolución de la rentabilidad nominal de las series del fondo, junto con el rendimiento de los fondos tipo E del sistema de AFP:



A continuación se muestra un análisis rentabilidad para el **FM Proyección E** en relación al retorno exhibido por los fondos tipo E del sistema previsional chileno (rentabilidades nominales en base mensual):

Tabla 6: Análisis Rentabilidad FM EuroAmerica Proyección E (base mensual)

EuroAmerica Proyección E	Serie A	Serie B-APV	Serie D	Serie H-APV	Serie I-APV	RTB. Fondos E AFP's
Rentabilidad mes actual	0,440%	0,504%	0,509%	0,504%	0,504%	0,376%
Rentabilidad mes anterior	0,066%	0,131%	0,137%	0,132%	0,131%	0,517%
Rentabilidad últimos seis meses	0,365%	0,430%	0,432%	0,430%	0,430%	-0,248%
Rentabilidad últimos 12 meses	0,357%	0,417%	0,418%	0,417%	0,417%	0,245%
Rentabilidad YTD 2013	0,402%	0,456%	0,458%	0,456%	0,456%	-0,191%
Desv. Est. (24 meses)	0,745%	0,745%	0,745%	0,504%	0,729%	2,135%
Promedio (24 meses)	0,279%	0,337%	0,337%	0,370%	0,281%	0,089%
Coef. Variación (24 meses)	2,67	2,21	2,21	1,36	2,60	24,07

¹⁰y/o ahorro previsional voluntario colectivo.

Las rentabilidades anualizadas se presentan a continuación:

Tabla 7: Análisis Rentabilidad FM EuroAmerica Proyección E (base anual)

EuroAmerica Proyección E	Serie A	Serie B-APV	Serie D	Serie H-APV	Serie I-APV	RTB. Fondos E AFP's
Rentabilidad mes actual	5,414%	6,213%	6,283%	6,213%	6,213%	4,609%
Rentabilidad mes anterior	0,799%	1,589%	1,659%	1,590%	1,589%	6,384%
Rentabilidad últimos seis meses	4,474%	5,278%	5,308%	5,278%	5,278%	-2,940%
Rentabilidad últimos 12 meses	4,372%	5,121%	5,136%	5,121%	5,120%	2,975%
Rentabilidad YTD 2013	4,927%	5,617%	5,637%	5,617%	5,617%	-2,270%
Promedio (24 meses)	3,405%	4,118%	4,122%	4,535%	3,424%	1,070%

La conclusión que se desprende del anterior análisis, especialmente al observar la rentabilidad promedio de los últimos doce meses, es que el **FM Proyección E** presenta un buen desempeño en relación a su *benchmark*, situándose sobre el desempeño promedio de los fondos tipo E del sistema previsional chileno. Por lo anterior, la tendencia cumple con el objetivo que se ha trazado en cuanto a obtener una rentabilidad que siga al índice autoimpuesto. Además, se debe considerar que la volatilidad de la rentabilidad, medida en términos de desviación estándar, presenta mayor estabilidad que su referencia.

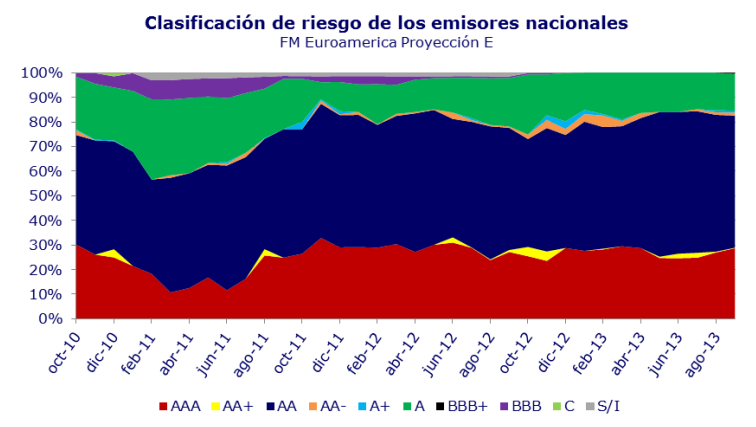
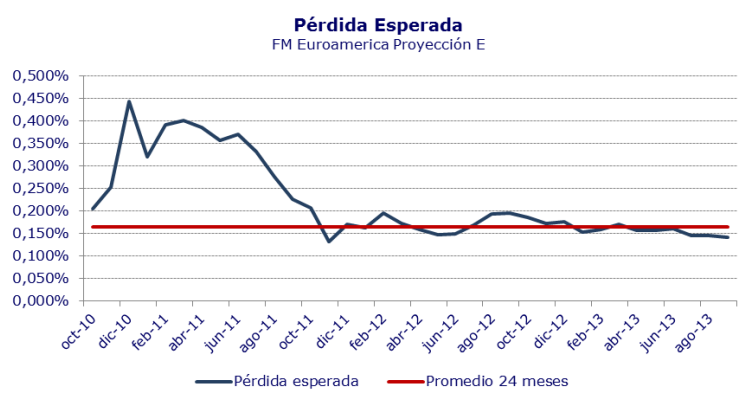
Volatilidad del fondo (riesgo del portafolio)

Dado que la estructura del portafolio de inversión de **FM Proyección E** ha ido cambiando, orientándose con mayor fuerza hacia instrumentos de largo plazo provenientes de emisores con mejor clasificación de riesgo (en septiembre de 2013, los emisores clasificados con nota "AA-" o superior alcanzaron una concentración de 83,7% del activo del fondo), es posible presumir que su cartera presenta un riesgo por *default* que, a la fecha, puede considerarse reducido. Cabe destacar la mejora en el riesgo crediticio de la cartera, que se relaciona con la disminución de la importancia de emisores clasificados dentro de la familia¹¹ de categorías "A" en el portafolio, cuya participación promedio de 24,1%, entre octubre de 2010 y septiembre de 2011, disminuyó a 17,7% en los últimos doce meses, en favor de títulos con mejor *rating*.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera nacional del fondo, al 30 de septiembre de 2013, ésta tendría una pérdida esperada del orden del 0,142%, fluctuando entre 0,142% y 0,185% en los últimos doce meses (para un horizonte de siete años plazos). Al observar el desempeño de este indicador en los últimos 36 meses, se evidencia que éste ha disminuido de manera importante (teniendo presente que la magnitud del indicador es inferior a 1%), alcanzando una media de 0,278% entre octubre de 2010 y marzo de 2012, mientras que en los últimos 18 meses alcanzó un 0,163%. Esta reducción es posible atribuirla en parte, al hecho que el fondo disminuyó su exposición hacia instrumentos de emisores clasificados con nota "A+" y "A", a favor de activos subyacentes provenientes de instituciones clasificadas en categorías de menor riesgo crediticio, en particular hacia emisores evaluados en "AA" y "AAA".

¹¹ Referido a las categorías "A-", "A" y "A+".

A continuación se muestra la composición de la cartera en relación al *rating* asociado a cada emisor con el fin de analizar la evolución del riesgo crediticio de largo plazo de la misma y la pérdida esperada del fondo¹²:



A contar de diciembre de 2012, se observa la desaparición de emisores clasificados en categoría “BBB” dentro de la cartera de inversión, lo cual sumado a los cambios ya señalados, provocó una mejora en el riesgo crediticio de la cartera.

En cuanto a los riesgos de mercado, se ven acentuados por el perfil de la cartera de inversiones, que se concentra principalmente en el largo plazo, aunque principalmente, en títulos de emisores nacionales (en septiembre de 2013, el 99,8% del activo del fondo correspondió a inversiones realizadas con instituciones nacionales). Por otra parte, si bien en el pasado las inversiones realizadas por el fondo se encontraban expresadas en una diversidad de monedas, a contar de septiembre de 2012, la totalidad de la cartera está compuesta por emisores nacionales (en septiembre de 2013 el 84,2% y el 15,6% de la cartera estaba expresada en unidades de fomento y pesos chilenos, respectivamente). Sin perjuicio de lo anterior, el reglamento interno da la posibilidad al fondo de invertir en una variedad de monedas. El *duration* de la cartera promedia 5,6 años en lo que va de 2013..

¹² Indicador de pérdida esperada ajustada corrige pérdida esperada de cartera nacional por cartera extranjera.

Niveles de concentración (o diversificación del fondo)

El fondo debe cumplir con los requisitos mínimos de diversificación contemplados en el reglamento interno y la Ley N° 1.328, de modo que los excesos de inversión no están permitidos y, en el caso que ocurran -ya sea por efecto de fluctuaciones en el mercado o por causa ajena a la administradora-, la SVS deberá establecer en cada caso las condiciones y plazos en que deberá procederse a la regularización de las inversiones, sin que el plazo que fije pueda exceder de doce meses.

En lo referente a la concentración por emisor establecida en el reglamento interno (no más de 10% del activo), el fondo ha respetado en todos los cierres analizados lo establecido.

Como se muestra en la Cuadro 4¹³, la cartera de inversión está compuesta mayormente por títulos de deuda, en particular por bonos corporativos de emisores nacionales, bonos de bancos e instituciones financieras y bonos subordinados los que alcanzan participaciones promedio de 39%, 33% y 10% en lo que va del año, exhibiendo, dada las alternativas del mercado chileno, una adecuada diversificación por emisor. Al 30 de septiembre de 2013, los ocho principales emisores del fondo concentraron el 52% de las inversiones, tal como se observa en el cuadro siguiente:

Tabla 8: Mayores emisores del fondo

Institución	Clasif. Riesgo	dic-10	dic-11	dic-12	sep-13
Scotiabank Chile	AAA	1,96%	6,74%	6,82%	8,77%
Banco Central de Chile	AAA	3,83%	5,55%	5,21%	8,61%
Banco Security	AA-	3,96%	4,86%	8,81%	7,89%
Corpbanca	AA-	2,36%	4,41%	7,32%	7,15%
BCI	AA+	1,94%	1,93%	1,53%	5,78%
Tesorería General de la República	AAA	5,31%	1,58%	3,20%	4,61%
Cencosud	AA-	2,92%	5,41%	2,77%	4,61%
BBVA Chile	AA-	1,29%	5,55%	2,68%	4,57%
Sub-Total		23,57%	36,02%	38,32%	51,98%
Ocho mayores emisores		39,52%	41,80%	52,60%	51,98%

Liquidez de la cuota

El reglamento interno del fondo establece que “cualquier partícipe tiene derecho, en cualquier tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo. Sin perjuicio de lo anterior, se pueden programar rescates, caso en el cual se ejercerá el derecho a retiro en una fecha determinada, distinta a la de presentación de la solicitud de rescate correspondiente, la cual deberá constar expresamente en la solicitud”. Asimismo, los rescates se realizarán dentro de un plazo no mayor a diez días consecutivos, contado desde la fecha de presentación de la solicitud pertinente. Además de lo anterior, el reglamento interno señala con claridad los procedimientos de rescate, lo cual sumado a las restricciones adicionales de liquidez autoimpuestas por la AGF, otorga un soporte a la disponibilidad de recursos.

¹³Ver página 9.

También, cabe agregar, que en la trayectoria del fondo, que incluye condiciones de mercados disímiles (por ejemplo *post* Lehman Brothers), nunca se ha interrumpido el derecho a retiro de los aportantes.

A septiembre de 2013, el fondo contaba con 2.823 partícipes, y la incidencia de los diez aportantes principales, en relación al activo total del fondo se expone a continuación.

Tabla 9: Importancia de los mayores aportantes en el fondo

Peso relativo aportante	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	30-sep-13
1°	26,51%	48,36%	47,55%	39,23%
2°	6,43%	3,51%	3,62%	3,73%
3°	5,65%	2,92%	2,99%	3,07%
4°	4,92%	2,48%	1,39%	1,40%
5°	4,36%	1,48%	0,81%	1,16%
6°	4,02%	1,38%	0,78%	1,12%
7°	3,83%	1,02%	0,77%	1,09%
8°	3,04%	0,95%	0,64%	1,05%
9°	1,45%	0,91%	0,64%	0,84%
10°	1,38%	0,74%	0,63%	0,82%
Total	61,59%	63,75%	59,82%	53,51%

Liquidez del fondo

La política del fondo y el enfoque de la administración es contar con suficiente liquidez para cumplir con sus obligaciones, incluidos los rescates de los instrumentos estimados a medida que vencen o son rescatables, sin incurrir en pérdidas indebidas o poner en riesgo la reputación del fondo.

La cartera del Fondo deberá mantener al menos el 20% de inversión en: acciones nacionales que tengan una presencia bursátil igual o mayor a 50%, de acuerdo a la definición de la NCG N°103 y sus posteriores modificaciones de la SVS, y/o instrumentos de renta variable internacional con plazos de liquidación igual o inferior a 3 días hábiles bancarios contados desde la fecha de valor NAV¹⁴ establecidos en la instrucción de la liquidación por parte de la Administradora y/o instrumentos de renta fija con duración igual o inferior a 730 días, e instrumentos emitidos o garantizados por el Estado de Chile o de un país extranjero.

Según el análisis realizado por **Humphreys**, durante septiembre de 2013, en la Bolsa de Comercio de Santiago se transó el 87,9% de los instrumentos que componen el fondo (bonos). El 12,1% restante se compone de depósitos a plazo, letras hipotecarias, pagarés de empresas y dos bonos subordinados que no fueron transados en entre junio y septiembre de 2013. Asumiendo que diariamente se transa la mitad de los de los montos promedios diarios, el fondo puede liquidar los instrumentos sin afectar precios de mercado y

¹⁴ NAV: Valor del activo neto.

por ende no afectando la rentabilidad de las inversiones, se estima que en siete días se podrían liquidar estas inversiones en el mercado secundario¹⁵.

Valorización de las cuotas

De acuerdo a la Circular N° 1.579, los títulos de deuda de corto, mediano y largo plazo que conforman la cartera de inversión, se valorizan al valor resultante de actualizar el o los pagos futuros de cada instrumento, utilizando como tasa de descuento la otorgada por el sistema RiskAmerica¹⁶, lo cual permite obtener un precio de mercado de los instrumentos anteriormente señalados. Cabe señalar, que dicho sistema es un estándar de valorización en la industria de fondos mutuos.

En la eventualidad que el modelo de valorización no otorgue tasas para un determinado instrumento presente en la cartera de los Fondos Mutuos, este deberá ser valorizado al precio o valor de mercado, conforme a los siguientes criterios:

1. Si en el día de valorización el título se hubiere transado en algún mercado respecto de cuyas transacciones se publique estadísticas diarias de precios y montos, el valor a utilizar será el resultante de actualizar el o los pagos futuros del título considerando como tasa de descuento la tasa interna de retorno promedio ponderada de las transacciones informadas del día, siempre que estas hayan superado un total de UF 500.
2. Si en el día de la valorización no se hubiese superado el monto de UF 500 referido, o bien, si no se hubiere transado el título, este se valorizará utilizando como tasa de descuento la última que se hubiere determinado en conformidad a lo dispuesto en el punto 1 anterior.

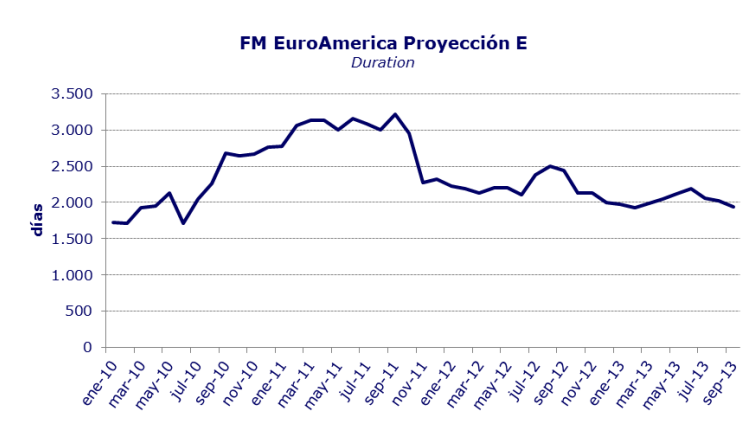
El Gerente General de la Sociedad Administradora deberá velar para que esta valorización represente el valor de mercado del instrumento en cuestión. Si no lo representare, deberá efectuar ajustes al valor obtenido, con el objeto de que la valorización refleje el monto al que el instrumento se pueda liquidar en el mercado.

Lo ajustes deberán ser fundamentados y sus bases deberán ser puestas a disposición de la Superintendencia o de cualquier partícipe del Fondo, a su sola solicitud.

A continuación se muestra cómo ha evolucionado la composición de los instrumentos utilizados por el fondo en cuanto al *duration* de la cartera.

¹⁵ Tomando en consideración al total de transacciones en el mercado de Renta Fija, según información publicada en el Informativo Bursátil de la Bolsa de Comercio de Santiago entre junio y septiembre de 2013.

¹⁶ RiskAmerica fue desarrollado por una entidad independiente que cuenta con el respaldo académico de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Provee ingeniería financiera basada en investigación para la valorización y gestión del riesgo.



“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.”