



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Eduardo Valdés S.
Tel. (56) 22433 5200
eduardo.valdes@humphreys.cl

Fondo Mutuo EuroAmerica Proyección E

Octubre 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Cuotas	AA-fm
Riesgo de mercado	M5
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Diciembre de 2013 ¹
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 orientada a conformar una cartera de activos con instrumentos de deuda (mínimo 70%) e instrumentos de capitalización emitidos por emisores nacionales y/o extranjeros, siendo una alternativa para el ahorro previsional voluntario individual o colectivo.

Según la información al 31 de agosto de 2014, el capital administrado por el fondo ascendía a US\$ 218,6 millones, con un promedio de US\$ 109,9 millones para los últimos doce meses. El 100% del fondo está invertido en instrumentos de renta fija.

Entre las fortalezas del **FM Proyección E** que sirven de fundamento para la clasificación de sus cuotas en "Categoría AA-fm" destaca las características propias de su cartera de inversiones, orientada, según antecedentes históricos, a instrumentos de bajo riesgo crediticio, lo cual se refleja en un indicador de pérdida esperada que ha disminuido desde un promedio de 0,1732% en 2012, a un promedio de 0,0925% en los primeros ocho meses de 2014, acompañado con una disminución en el *duration* de la cartera, que ha pasado desde un promedio de 2.221 a 1.688 días en el mismo período, ambos elementos hacen que la cartera se mantenga en niveles de riesgo de dentro de rangos similares a los mostrado anteriormente. Asimismo, entre agosto de 2013 y 2014, se ha observado un aumento en la concentración de emisores clasificados en "Categoría AAA", desde 26,8% a 45,2% de la cartera.

¹ Corresponden a los últimos EIFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la SVS al cierre de agosto de 2014 (Cartera de inversiones, valores cuota).

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

Los mecanismos establecidos para evitar conflictos de interés responden actualmente a los estándares del mercado local, y han sido perfeccionados en línea con las exigencias establecidas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) sobre dicha materia. Esto es relevante en vista de que la administradora actualmente mantiene varios fondos con un perfil de inversión de similares características al **FM Proyección E**.

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, y además, por el hecho de que contempla la opción de utilizar instrumentos de cobertura e inversión dentro de su cartera. 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, que puede ser expresada en distintas monedas y en activos de larga duración. Dentro de los primeros ocho meses de 2014, 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 4,7 años en los últimos doce meses.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se califica “*Estable*²”, 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.

² Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Resumen Fundamentos Clasificación (No considera riesgo de Mercado)

Fortalezas centrales

- Comportamiento del fondo, con bajos niveles de pérdida esperada en el tiempo.

Fortalezas complementarias

- Adecuados equipos de trabajo.
- Adecuado manejo de conflictos de interés.
- Adecuada rentabilidad del fondo.

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.

Definición categorías de riesgo

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

Administración del fondo

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 proporcionada por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), al 31 de agosto de 2014 la sociedad administraba 28 fondos mutuos y dos fondos de inversión. El patrimonio total de fondos mutuos administrados ascendió aproximadamente a US\$ 791 millones, cifra que le otorga una participación de mercado en torno al 1,9%.

A esa fecha, los fondos de libre inversión (tipo VI) representaban el 50,2% de los fondos mutuos administrados por la AGF. Entre los fondos tipo VI, EuroAmerica AGF mostraba una participación de 9,8% 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	6,8%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	10,7%
Mediano y largo plazo	16,9%
Mixto	1,0%
Capitalización	6,6%
Libre inversión	50,2%
Estructurados	0,0%
Inversionistas calificados	7,8%

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.

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*.

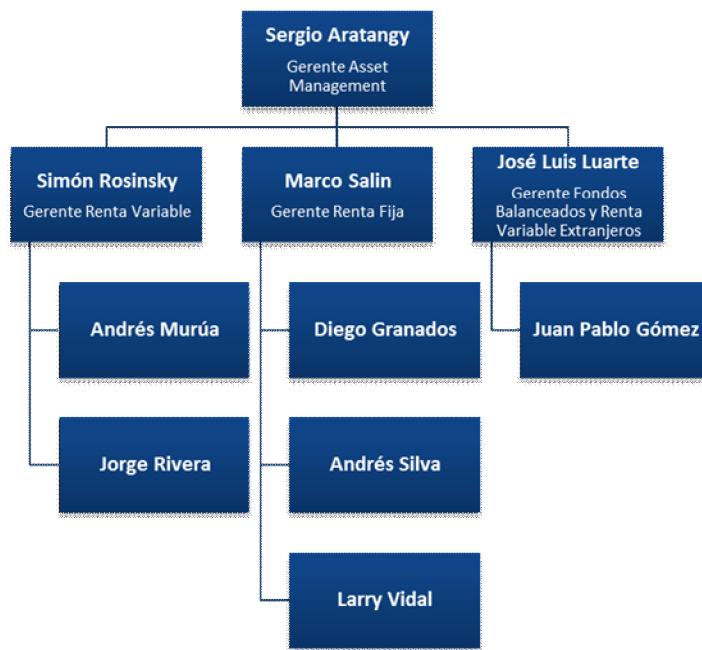
En cuanto a su estructura administrativa, la gerencia general de la sociedad recae sobre el Sr. Sergio Rosenberg Aratangy, cuyo objetivo principal es supervisar y controlar el normal desempeño de las funciones

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 del fondo

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

El fondo está orientado a personas que desean incrementar el valor de sus ahorros en inversiones de largo plazo, siendo una alternativa para quienes busquen un ahorro previsional voluntario, ya sea en forma individual o colectiva.

En términos específicos, la política de inversión estipulada en el reglamento interno permite u obliga a:

- Invertir como mínimo un 70% en instrumentos de deuda de corto, mediano y/o largo plazo.
- Invertir como máximo un 30% en instrumentos de capitalización.
- Mantener un horizonte de inversión de largo plazo.
- En términos de clasificación de riesgo, invertir sólo en valores de emisores nacionales y extranjeros, cuya clasificación equivalga a "B", "N-4", o superiores.
- Mantener dentro de su cartera instrumentos de deuda y de 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 inversión del fondo no hace diferencias entre valores emitidos por sociedades anónimas que no cuenten con el mecanismo de Gobierno Corporativo descrito en el artículo 50 Bis de la Ley Nº18.046.

En la práctica, **FM Proyección E** ha presentado una cartera de inversión concentrada principalmente en bonos bancarios, corporativos, papeles del Banco Central de Chile y depósitos de corto plazo, los que para los últimos doce meses alcanzan participaciones promedio de 37,9%, 24,7%, 13,7% y 10,9%, respectivamente. Respecto de la clasificación de largo plazo de las instituciones que emiten los activos subyacentes de la cartera, al cierre de agosto de 2014, el 76,04% de los instrumentos compuestos por la cartera alcanzaban "Categoría AA-" o superior (promedio de 70,03% para los últimos doce meses) respetando la cota de clasificación de riesgo de emisores mínima estipulada en el reglamento interno (*Categoría B*). El portafolio se ha ido enfocando cada vez más en instrumentos de menor plazo. Es así como durante los primeros ocho meses de 2014, la cartera tuvo un *duration* de 4,6 años, mientras que en igual período de 2011 alcanzó un período de 8,3 años. Cabe destacar que durante los últimos doce meses, 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 chilenos³.

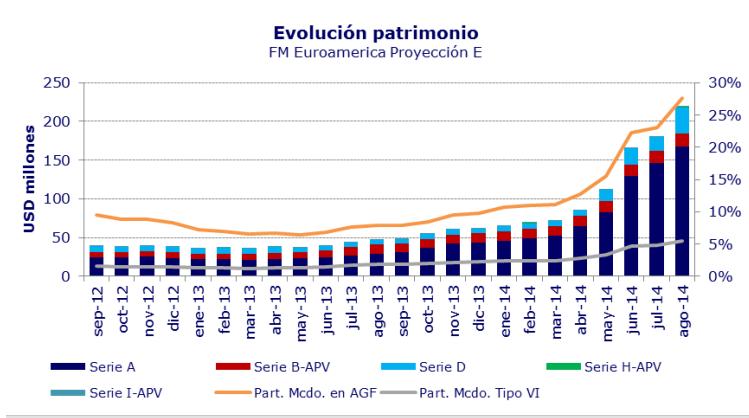
Composición del fondo

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.

Tabla 3: Resumen series de cuotas.

Serie	Monto mínimo	Enfoque	Patrimonio (MUSD)	Importancia de la serie
A	Sin monto mínimo	Todo inversionista	167.455	76,6%
B-APV	Sin monto mínimo	APV/APVC (máx. 100 partícipes)	16.519	7,6%
D	\$500.000.000	Todo inversionista	34.411	15,7%
H-APV	Sin monto mínimo	APV/APVC (máx. 300 partícipes)	37	0,0%
I-APV	Sin monto mínimo	APV/APVC (sobre 300 partícipes)	140	0,1%
			218.562	100,00%

Al 31 agosto de 2014, el fondo presentaba un tamaño aproximado de US\$ 218,6 millones, siendo la serie A, la de mayor importancia al aportar con US\$ 167,5 millones. En términos de capitales administrados, el fondo ha mostrado una evolución creciente, en particular en el último año, pasando de US\$ 64,7 millones a US\$ 218,6 millones entre enero y agosto de 2014, promediando US\$ 120,8 millones en dicho período, tal como se aprecia en el siguiente gráfico:



Dentro de los fondos mutuos administrados por la AGF, la relevancia del **FM Proyección E** ha aumentado considerablemente; entre septiembre de 2013 y agosto de 2014, el patrimonio del fondo pasó desde un 7,8% a un 27,6% del patrimonio de la AGF. En términos de activos, el fondo está orientado principalmente a títulos

³ Al cierre de agosto de 2014, el 70,1% del activo del fondo se encuentra expresado en UF, mientras que el 29,4% en pesos.

de deuda de largo plazo (bonos bancarios, corporativos y en menor medida a depósitos a plazo y bonos estatales). El cuadro siguiente muestra la evolución de las principales inversiones:

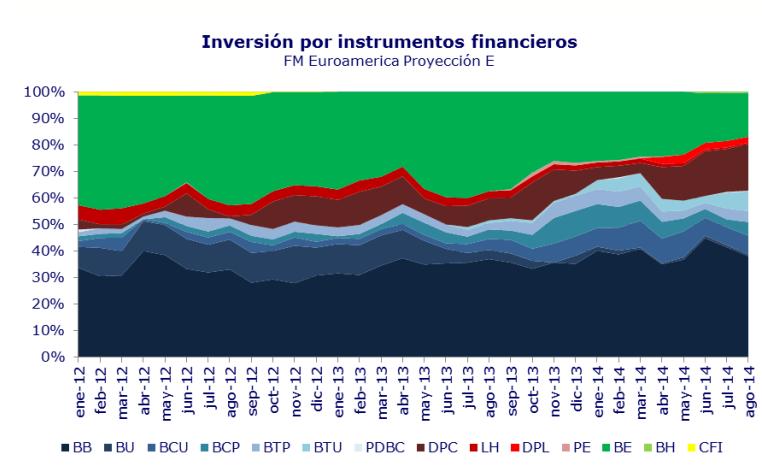


Tabla 4 : Composición Cartera

Nemo	Instrumento	Promedio anual				
		2010	2011	2012	2013	2014
ACC	Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas	0,00%	0,43%	0,00%	0,00%	0,00%
BB	Bonos de Bancos e Instituciones Financieras	24,19%	21,82%	31,79%	34,64%	39,32%
BCP	Bonos Banco Central de Chile en pesos	1,83%	1,61%	2,13%	4,28%	5,86%
BCU	Bonos Banco Central de Chile en UF	5,33%	2,15%	2,65%	3,75%	8,13%
BE	Bonos de Empresas	32,44%	49,77%	38,15%	33,47%	22,06%
BH	Bonos Hipotecarios	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,45%
BTP	Bono TGR en pesos	1,56%	0,69%	2,85%	3,65%	4,23%
BTU	Bono TGR en U.F.	13,43%	2,88%	0,00%	0,88%	4,71%
BU	Bonos Subordinados	5,17%	7,85%	10,63%	6,81%	0,89%
CFI	Cuotas de Fondos de Inversión	0,23%	1,66%	1,09%	0,00%	0,00%
DPC	Dep. a Plazo Fijo con Vencimiento a c/p	4,44%	2,80%	4,74%	9,62%	11,04%
DPL	Dep. a Plazo Fijo con Vencimiento a L/P	4,36%	3,35%	0,00%	0,00%	2,18%
LH	Letras Hipotecarias	4,36%	4,85%	4,28%	3,06%	1,13%
PDPC	Pagares Descontables Banco Central de Chile	0,00%	0,47%	0,95%	0,16%	0,22%
PE	Pagare de Empresas	1,27%	0,00%	0,25%	1,00%	0,42%
Total		95,60%	95,47%	98,23%	99,49%	99,49%

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 de los gerentes de *Asset Management, Wealth Management* y Distribución Institucional.

Dentro del proceso de inversiones, cada fondo tiene definida una política interna -explicitada en los manuales "Políticas de Cartera de Inversiones" y "Políticas de Riesgo Financiero e Información a los Emisores", así como

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, específicamente el área de renta fija, se reúne semanalmente para materializar los comités de inversiones, los cuales están dirigidos por el gerente de renta fija y conformados por los respectivos *portafolio managers*, además de los analistas del área. Los comités se encuentran segmentados según objetivo, teniendo un comité estratégico (visión *top-down*), dos comités sectoriales (visión *bottom-up*) y un comité de análisis de exposición/posición, que en la práctica es la instancia formal para analizar el control de gestión y el riesgo del portfolio. Para el caso específico de FM Renta a Plazo 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 del conocimiento que se tiene del mercado y de los clientes, así como de la interacción que mantienen con éstos las distintas 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, en el cual 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 proporciona un marco de acción adecuado para la toma de decisión cuando existen objetivos similares entre distintos fondos; asimismo, entrega 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, proveer 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	1,0000% ⁽¹⁾	No contempla
H-APV	1,5000% ⁽²⁾	No contempla
I-APV	1,3000% ⁽²⁾	No contempla

⁽¹⁾IVA incluido

⁽²⁾Serie exenta de IVA

Según lo informado por la administradora, durante el período 2013, el fondo había recaudado US\$ 589 mil por concepto de remuneración (US\$ 601 mil durante 2012).

Política de endeudamiento⁴

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

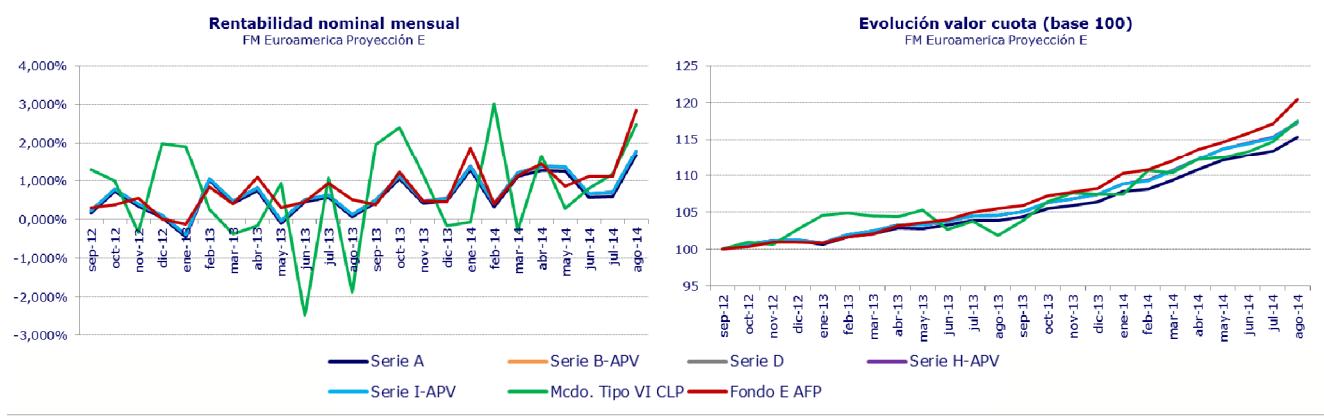
En términos comparativos, y considerando el efecto de las remuneraciones, en los últimos dos años la rentabilidad de sus series ha mostrado una tendencia similar a la exhibida por los fondos tipo E del sistema de AFP chileno⁵. Lo anterior muestra que se ha diseñado una estrategia destinada a seguir la rentabilidad de los fondos tipo E, y a partir de ello convertirse en una alternativa de inversión “para personas interesadas en realizar ahorro previsional voluntario de largo plazo⁶”

⁴ El reglamento interno no especifica los límites a los gravámenes que está sujeto el fondo.

⁵ Benchmark definido para este fondo.

⁶ y/o ahorro previsional voluntario colectivo.

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 inferior que su *benchmark*, pero con una menor volatilidad, exhibiendo indicadores de rentabilidad de 0,603%, 0,678% 0,675% y 0,678% y 0,676% para las series A, B-APV, D, H-APV e I-APV, respectivamente, mientras que en el mismo período, el rendimiento alcanzado por el mercado de fondos mutuos tipo VI en pesos y por los fondos de pensiones tipo E alcanzaron 0,728% y 0,793% respectivamente. Los gráficos que siguen a continuación muestran la evolución de la rentabilidad nominal de las series del fondo, junto con el rendimiento de los fondos tipo E del sistema de AFP, tanto en base nominal, como en base 100:



A continuación se muestra un análisis rentabilidad para el **FM Proyección E** en relación al retorno exhibido por el promedio de fondos de pensiones tipo E del sistema previsional chileno y del mercado de fondos mutuos tipo VI en pesos (rentabilidades nominales en base mensual):

Tabla 6: Rentabilidad mensual FM EuroAmerica Proyección E

EuroAmerica Proyección E	Serie A	Serie B-APV	Serie D	Serie H-APV	Serie I-APV	Mcdo. tipo VI CLP	Fondo E AFP
Rentabilidad mes actual	1,680%	1,787%	1,779%	1,787%	1,788%	2,484%	2,847%
Rentabilidad mes anterior	0,599%	0,705%	0,697%	0,705%	0,705%	1,170%	1,119%
Rentabilidad últimos seis meses	1,081%	1,187%	1,179%	1,187%	1,187%	1,013%	1,421%
Rentabilidad últimos 12 meses	0,873%	0,964%	0,956%	0,964%	0,960%	1,198%	1,111%
Rentabilidad YTD 2014	1,010%	1,114%	1,105%	1,114%	1,110%	0,670%	0,852%
Desv. Est. (24 meses)	0,504%	0,517%	0,514%	0,517%	0,517%	1,328%	0,640%
Promedio (24 meses)	0,603%	0,678%	0,675%	0,678%	0,676%	0,728%	0,793%
Coef. Variación (24 meses)	0,84	0,76	0,76	0,76	0,76	1,82	0,81

Las rentabilidades anualizadas se presentan a continuación:

Tabla 7: Rentabilidad anual FM EuroAmerica Proyección E

EuroAmerica Proyección E	Serie A	Serie B-APV	Serie D	Serie H-APV	Serie I-APV	Mcdo. tipo VI CLP	Fondo E AFP
Rentabilidad Mes Actual	22,134%	23,690%	23,564%	23,690%	23,690%	34,240%	40,059%
Rentabilidad Mes Anterior	7,431%	8,800%	8,689%	8,800%	8,800%	14,975%	14,284%
Rentabilidad últimos seis meses	13,778%	15,212%	15,096%	15,212%	15,209%	12,857%	18,451%
Rentabilidad últimos 12 meses	10,990%	12,198%	12,099%	12,198%	12,145%	15,356%	14,179%
Rentabilidad YTD 2014	12,822%	14,213%	14,100%	14,213%	14,163%	8,348%	10,717%
Promedio (24 meses)	7,483%	8,449%	8,406%	8,450%	8,423%	9,099%	9,937%

Volatilidad del fondo

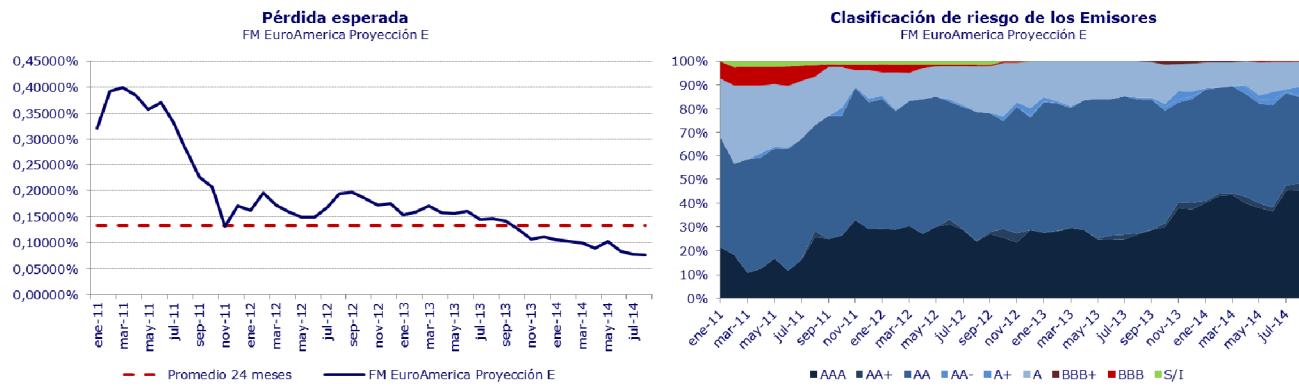
Dado que la estructura del portafolio de inversión del **FM Proyección E** ha ido cambiando, orientándose con mayor fuerza hacia instrumentos provenientes de emisores con mejor clasificación de riesgo (en agosto de 2014, los emisores clasificados en "Categoría AA-" o superior alcanzaron una concentración de 85,1% del activo del fondo), es posible presumir que su cartera presenta un riesgo por *default* que, a la fecha, puede considerarse reducido. Cabe destacar que la mejora en el riesgo crediticio de la cartera se relaciona con la disminución que han experimentado emisores clasificados en la familia⁷ de categorías "A" del portafolio, cuya participación entre septiembre de 2010 y agosto de 2011 promedió 15,3%, mientras que en los últimos doce meses promedió 6,8% 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, al 31 de agosto de 2014, ésta tendría una pérdida esperada del orden del 0,077%, fluctuando entre 0,077% y 0,142% en los últimos doce meses (para un horizonte de seis 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 0,174% entre septiembre de 2011 y agosto de 2012, mientras que en los últimos 12 meses alcanzó un promedio de 0,102%, que ha ido a la par con una disminución en el *duration* de la cartera, pasó de una media de 2.394 días a 1.718 días en el mismo período. La reducción en la pérdida esperada 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".

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 fondo⁸:

⁷ Referido a las categorías "A-", "A" y "A+".

⁸ Indicador de pérdida esperada ajustada corrige pérdida esperada de cartera nacional por cartera extranjera.



A contar de diciembre de 2012, se observa la ausencia 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 (mayor exposición a cambios en la tasa de interés). 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 agosto de 2014 la cartera estaba compuesta en un 70,1% en unidades de fomento y en un 29,4% en pesos chilenos). 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 4,6 años en lo que va del presente año.

Niveles de concentración (o diversificación del fondo)

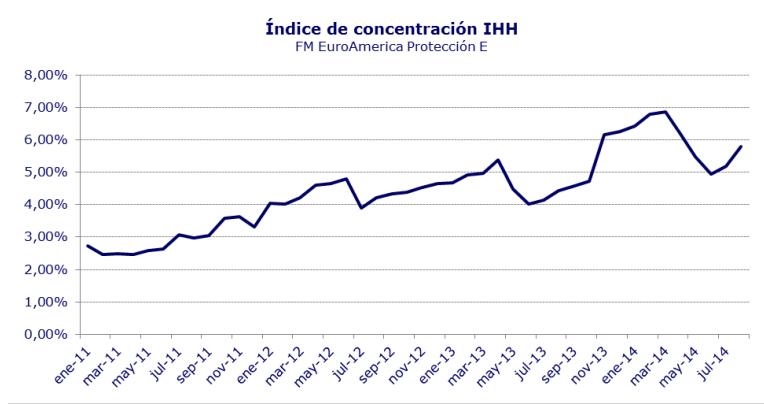
El fondo debe cumplir con los requisitos mínimos de diversificación contemplados en el reglamento interno y la Ley N° 1.328, de modo que los excesos de inversión no están permitidos y, en el caso que ocurran -ya sea por efecto de fluctuaciones en el mercado o por causa ajena a la administradora- la SVS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

A juicio de **Humphreys**, la política de diversificación descrita al interior del reglamento interno, cuenta con un diseño acorde al tipo de negocio que se planea desarrollar, limitando aspectos tales como, el grado de concentración por emisor y por grupo empresarial.

Sumado a lo anterior, el "Manual de Riesgo Financiero e Información a Emisores" define restricciones a la diversificación de este fondo y norma aspectos referidos a la liquidez de los títulos representativos de capital de respaldo, a las contrapartes de simultáneas (Corredoras de Bolsa) y a la duración de la cartera, entre otras.

Durante los últimos tres años no han existido incumplimientos en el reglamento interno en cuanto a la diversificación, lo que es explicado tanto por su correcta administración, como por lo poco restrictivo del mismo.

El siguiente gráfico muestra la evolución del índice de *Herfindahl e Hirschman*⁹ (IHH) que mide la concentración económica en los mercados, donde se pueden ver los niveles de concentración a través del tiempo.



Como se pudo observar en la Tabla 4, la cartera de inversión está compuesta mayormente por títulos de deuda, en particular por bonos bancarios, corporativos, bonos del Banco Central de Chile (en pesos y U.F.), que alcanzaron participaciones promedio de 39%, 22% y 14% en lo que va del año, exhibiendo, dada las alternativas del mercado chileno, una adecuada diversificación por emisor. Al cierre de agosto de 2014, los ocho principales emisores del fondo concentraron el 59,3% 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	dic-13	ago-14
Banco Central de Chile	AAA	3,83%	5,55%	5,21%	16,82%	12,45%
Tesorería General de la República	AAA	5,31%	1,58%	3,20%	6,44%	11,47%
BBVA	AA	1,29%	5,55%	2,68%	3,46%	7,65%
Scotiabank	AAA	1,96%	6,74%	6,82%	6,48%	6,92%
Banco de Chile	AAA	1,21%	3,60%	7,71%	2,60%	5,58%
Banco Itaú	AA	5,33%	1,64%	0,00%	2,91%	5,38%
BCI	AA+	1,94%	1,93%	1,53%	7,49%	5,30%
Banco Santander	AAA	2,36%	4,41%	7,32%	6,19%	4,59%
Sub-Total		23,24%	31,00%	34,45%	52,39%	59,33%
Ocho mayores emisores		39,52%	41,80%	52,60%	58,66%	59,33%

⁹ Mientras mayor es el índice, más concentrado, o menos competitivo es el mercado.

Liquidez de la cuota

Cualquier participante tiene derecho, en cualquier momento del tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo. Sin perjuicio de lo anterior, el aportante puede programar sus rescates, caso en el cual ejercerá su derecho en una fecha determinada, distinta a la fecha de presentación de la solicitud.

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.

Durante agosto de 2014 el fondo contaba con 4.896 participantes, 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	31-dic-13	31-agosto-14
1°	26,51%	48,36%	47,55%	31,81%	16,84%
2°	6,43%	3,51%	3,62%	5,02%	4,31%
3°	5,65%	2,92%	2,99%	2,61%	2,95%
4°	4,92%	2,48%	1,39%	2,31%	2,36%
5°	4,36%	1,48%	0,81%	2,04%	2,11%
6°	4,02%	1,38%	0,78%	1,64%	1,67%
7°	3,83%	1,02%	0,77%	1,57%	1,34%
8°	3,04%	0,95%	0,64%	1,11%	1,20%
9°	1,45%	0,91%	0,64%	1,07%	1,18%
10°	1,38%	0,74%	0,63%	1,06%	0,97%
Total	61,59%	63,75%	59,82%	50,24%	34,94%

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 debe 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 NAV¹⁰ 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 agosto de 2014, en la Bolsa de Comercio de Santiago se transó el 75,0% de los instrumentos que componen el fondo (bonos). El 25,0 % restante se compone de depósitos a plazo, letras hipotecarias, pagarés y bonos que no fueron transados en ese mes. Asumiendo que diariamente se transa la mitad de los de los montos promedios diarios, el fondo puede liquidar los

¹⁰ NAV: Valor del activo neto.

instrumentos sin afectar precios de mercado y por ende no afectando la rentabilidad de las inversiones, se estima que en un poco más de cinco días se podrían liquidar estas inversiones en el mercado secundario¹¹.

Valorización de las cuotas

De acuerdo a la Circular Nº 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 RiskAmerica¹², lo cual permite obtener un precio de mercado de los instrumentos anteriormente señalados. Cabe mencionar, 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, éste 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.

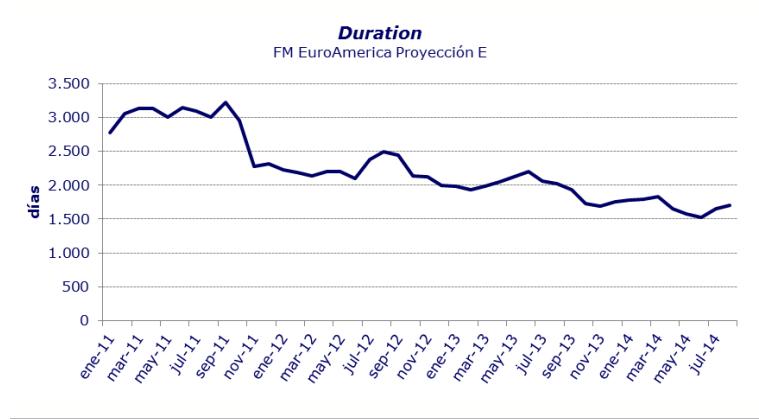
El Gerente General de la sociedad administradora debe velar para que la valorización represente el valor de mercado del instrumento en cuestión. Si no lo representare, deberá efectuar ajustes con el objeto de que la valorizaron refleje el monto al que el instrumento se puede liquidar en el mercado.

Lo ajustes deben ser fundamentados y sus bases 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.

¹¹ 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 enero y agosto de 2014.

¹² 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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."

Anexo N°1



Contrato de derivados

Según su reglamento interno, el fondo podrá realizar operaciones en contratos de opciones, de futuros y *forwards*, en los términos establecidos en la Norma de Carácter General N°204 del 28 de diciembre de 2006, con el objeto de tener cobertura de riesgos adicionales a los de las inversiones de contado por el apalancamiento que conllevan, lo que les hace especialmente sensibles a las variaciones de precio de activo subyacente y puede multiplicar las pérdidas y ganancias de valor de la cartera.

Los activos objetos de estos contratos serán:

- Instrumentos de deuda y monedas.
- Tasas de interés correspondientes a instrumentos de deuda.
- Índices accionarios, de instrumentos de deuda, o de cuotas de fondos, en los que al menos el 50% de la ponderación del índice esté representado por acciones, instrumentos de deuda o cuotas de fondos, según corresponda.
- Acciones.
- Cuotas de fondos de inversión, nacionales o extranjeros.
- Títulos representativos de índices.

Los contratos de opciones y futuros deberán transarse en mercados bursátiles (dentro o fuera de Chile), y deberá tener como contraparte a cámaras de compensación. Los contratos *forward* se realizarán fuera de los mercados bursátiles (en mercados OTC), dentro o fuera de Chile.

Anexo N°2



Instrumentos de inversión

El fondo se limita a invertir en los activos descritos en la siguiente tabla:

Tipo de instrumento	%	%
	Mínimo	Máximo
INSTRUMENTOS DE CAPITALIZACIÓN	0	30
Emisores Nacionales	0	30
Acciones emitidas por sociedades anónimas abiertas que cumplan con las condiciones para ser consideradas de transacción bursátil.	0	30
Acciones de Sociedades Anónimas abiertas de las referidas en el artículo 13 número 2 inciso segundo del DL 1.328 de 1976.	0	10
Opciones para suscribir acciones de pago, correspondientes a sociedades anónimas abiertas, que cumplen las condiciones para ser consideradas de transacción bursátil.	0	30
Cuotas de participación emitidas por fondos de inversión, de los regulados por la ley N°18.815 de 1989.	0	30
Opciones para suscribir cuotas de fondos de inversión, de los Regulados por la ley 18.815 de 1989.	0	30
Otros valores de oferta pública, de capitalización, que autorice la Superintendencia de Valores y Seguros.	0	30
Otros títulos de deuda que autorice la Superintendencia.	0	30
Emisores Extranjeros	0	30
Acciones de transacción bursátil, emitidas por sociedades o corporaciones extranjeras o títulos representativos de éstas, tales como ADR.	0	30
Acciones emitidas por Sociedades o Corporaciones extranjeras o títulos representativos de éstas, tales como ADR.	0	10
Cuotas de Fondos de Inversión abiertos, entendiendo por tales aquellos Fondos de inversión constituidos en el extranjero, cuyas cuotas de participación sean rescatales.	0	30
Títulos representativos de <i>commodities</i> que cumplan con las condiciones para ser considerados de transacción bursátil.	0	30
Títulos representativos de Índices de acciones, entendiendo por tales aquellos instrumentos financieros representativos de la participación en la propiedad de una cartera de acciones, cuyo objetivo es replicar un determinado índice que cumplan con las condiciones para ser considerados de transacción bursátil.	0	30
Cuotas de Fondos de Inversión cerrados, entendiendo por tales aquellos Fondos de Inversión constituidos en el extranjero, cuyas cuotas de participación sean no rescatales.	0	30
Otros valores de oferta pública, de capitalización que autorice la Superintendencia de Valores y Seguros.	0	20
OTROS INSTRUMENTOS E INVERSIONES FINANCIERAS	0	30
Títulos representativos de Índices de deuda, entendiendo por tales aquellos instrumentos financieros extranjeros representativos de la participación en la propiedad de una cartera de instrumentos de deuda, cuyo objetivo es replicar un determinado índice que cumplan con las condiciones para ser considerados de transacción bursátil.	0	30
Notas Estructuradas, entendiendo por tales aquellos valores que incorporen un compromiso de devolución del capital o parte de éste, más un componente variable, este último indexado al retorno de un determinado activo subyacente, que cumplan con las condiciones para ser considerados de transacción bursátil.	0	10

Títulos representativos de Índices de <i>commodities</i> , entendiendo por tales aquellos instrumentos financieros extranjeros representativos de la participación en la propiedad de una cartera de <i>commodities</i> , cuyo objetivo es replicar un determinado índice que cumplan con las condiciones para ser considerados de transacción bursátil.	0	10
INSTRUMENTOS DE DEUDA	70	100
Emisores Nacionales	0	100
Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por el Estado de Chile o el Banco Central de Chile.	0	100
Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por Bancos e Instituciones Financieras Nacionales.	0	100
Instrumentos de deuda inscritos en el Registro de Valores, emitidos por CORFO y sus filiales, Empresas Fiscales, Semifiscales de administración autónoma y descentralizada.	0	100
Instrumentos de deuda inscritos en el Registro de Valores, emitidos por Sociedades Anónimas u otras entidades registradas en el mismo registro.	0	100
Títulos de deuda de Securitización, que cumplan los requisitos establecidos por la Superintendencia de Valores y Seguros.	0	25
Otros valores de deuda, de oferta pública, que autorice la Superintendencia de Valores y Seguros.	0	100
Emisores Extranjeros	0	100
Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por el Estado de un país Extranjero o por sus Bancos Centrales.	0	100
Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por entidades Bancarias extranjeras o internacionales que se transen habitualmente en los mercados locales o internacionales.	0	100
Instrumentos de deuda emitidos por sociedades o corporaciones extranjeras.	0	100
Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por Bancos e Instituciones Financieras Extranjeras que operen en el país.	0	100
Otros valores de deuda de oferta pública, de emisores extranjeros que autorice la Superintendencia de Valores y Seguros.	0	100

Además, el fondo se limita a destinar un 10% del activo del fondo en un mismo emisor y un 25% en un mismo grupo empresarial y sus personas relacionadas.