



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Tipo reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista

Hernán Jiménez Aguayo

Tel. (56-2) 2433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

## Fondo Mutuo Liquidez Full

Mayo 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 2433 5200 – Fax 2433 5201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Clasificación cuota	AA+fm
Riesgo de mercado	M1
Tendencia	Estable
Estados financieros	Diciembre 2013
Administradora	Banchile Administradora General de Fondos S.A.

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Fondo Mutuo Liquidez Full** comenzó sus operaciones en marzo de 2007, corresponde a un fondo tipo 1 y es administrado por Banchile Administradora General de Fondos S.A. (en adelante Banchile AGF), sociedad filial del Banco de Chile, entidad bancaria clasificada en categoría "AAA" a escala local.

Según se establece en su reglamento interno, el objetivo principal del fondo es la inversión en instrumentos de deuda de corto plazo, para lo cual debe conformar en todo momento una cartera con duración menor o igual a 90 días, en base a instrumentos emitidos por instituciones que participan en el mercado de capitales nacional. A marzo de 2014 el patrimonio administrado por el fondo ascendía a US\$ 431,5 millones.

Entre las fortalezas del **FM Liquidez Full**, que permiten sustentar la clasificación de riesgo de sus cuotas en "Categoría AA+fm", destacan las características propias de su cartera de inversiones, orientada, según los antecedentes históricos, a instrumentos de bajo riesgo crediticio, desempeño en línea con el objetivo de inversión, y reducida exposición cambiaria, ya que usualmente todos los instrumentos provienen de emisores nacionales, ya sea en UF o en pesos pero con mayor presencia del último. De acuerdo a la metodología de la clasificadora, durante los últimos 24 meses, el fondo ha presentado una pérdida esperada estable en torno al 0,00084%, dando cuenta del bajo riesgo crediticio que ha tomado la cartera.

En paralelo, la clasificación de las cuotas se ve favorecida por la administración de Banchile AGF, entidad que, en opinión de **Humphreys**, posee una muy alta capacidad de gestión para administrar fondos, lo que junto con los procedimientos existentes para evitar y resolver eventuales conflictos de interés, permiten presumir una baja probabilidad de un deterioro significativo en el nivel de riesgo actual de las cuotas.

La evaluación reconoce, además, que la valorización de las cuotas es representativa de su precio de mercado, estando normado las necesidades de ajuste ante variaciones en tasas de interés de mercado. Adicionalmente, y de manera transversal, a los fondos de este tipo, se valora la liquidez de los activos

subyacentes correspondientes principalmente a depósitos de corto plazo (94,39% del portafolio a marzo de 2014).

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, las cuales se han reducido en el último año al tener una cota inferior de clasificación de largo plazo "C" (anteriormente clasificado en "B", cota inferior por reglamento) a "A", lo cual generaba un potencial deterioro en el riesgo de las cuotas.

Otro elemento restrictivo, dice relación con la concentración sectorial, aunque se reconoce que es propio de este tipo de fondos. En el lapso de análisis, el fondo concentró la totalidad de su cartera en el sector financiero (bancos e instituciones financieras).

Por su parte, el riesgo de mercado asignado corresponde a M1, ya que el fondo consistentemente ha presentado una baja exposición de mercado, tanto de tasa de interés como de moneda. Esto se relaciona con una cartera expresada principalmente en pesos (97,31% promedio para los últimos 24 meses), y con un *duration* que promedia 62 días, acotando de esta manera la posibilidad a que el valor de la cuota se vea afectado por volatilidades de corto plazo.

En materia de cumplimientos, el fondo ha respetado lo establecido respecto de la cota mínima de clasificación de riesgo que deben tener los emisores para formar parte de la cartera, además del límite de inversión por grupo empresarial y el *pool* de instrumentos a mantener. Si bien es cierto, durante el periodo analizado, el fondo incumple el margen máximo por emisor, el cual corresponde a excesos de carácter pasivo (producto de un aumento de la importancia relativa de una inversión ante una disminución del patrimonio administrado) y se han solucionado dentro de los plazos establecidos en la ley. Por su parte, la duración promedio de la cartera se ha mantenido dentro de los plazos definidos por el reglamento, promediando 62 días en los últimos 24 meses.

La perspectiva de la clasificación en el corto plazo se califica "*Estable*" principalmente porque no se visualizan cambios relevantes en el futuro próximo 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 su nivel 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 capacidad de entregar un instrumento con muy bajo riesgo crediticio.
- Experiencia de AGF, tanto general como en fondos Tipo 1.
- Elevada liquidez de los activos y las cuotas del fondo.

### Fortalezas complementarias

- Alta capacidad de gestión de la Administradora.
- Adecuado manejo de conflictos de interés.
- Baja volatilidad ante variables de mercado.
- Valorización representativa del valor de mercado.

### Limitantes

- Amplitud de límite en relación a riesgo de activos (fuertemente atenuado por políticas internas y evidencia de comportamiento pasado).
- Niveles de concentración (atenuado por estar concentrado en el sector bancario, cuya correlación es muy elevada con el riesgo país).

## Definición categorías de riesgo

### Categoría AAfm

Cuotas con muy alta protección ante pérdidas asociadas a riesgos crediticios.

Signo "+": Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Categoría M1

Cuotas con más baja sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado.

## Antecedentes generales

### Administración del fondo

**FM Liquidez Full** es administrado por Banchile Administradora General de Fondos S.A., sociedad filial de Banco de Chile (99,98% es propiedad de esta entidad y 0,02% de Banchile Asesorías Financieras). El banco, a su vez, a través de sociedades de inversión, es controlada por el grupo Luksic, uno de los principales conglomerados económicos del país.

Al 31 de marzo de 2014, Banchile administraba 87 fondos mutuos y nueve fondos de inversión. El total de patrimonio administrado en fondos mutuos ascendió a US\$ 8.375,8 millones, cifra que la sitúa como la administradora líder, con una participación entorno al 22% del mercado.

A esa fecha, los fondos de deuda menor a 90 días representaban el 43% de los fondos mutuos administrados por la AGF, seguidos de los fondos tipo 3 que llegaban a 37%. Entre los fondos tipo 1, Banchile AGF mostraba la mayor participación, con un 23% del mercado *money market*. La Tabla 1 presenta la distribución por tipo de fondos mutuos administrados por la Sociedad:

Distribución por tipo de fondos	
Deuda corto plazo menor a 90 días	43,5%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	7,4%
Mediano y largo plazo	37,3%
Mixto	5,4%
Capitalización	3,6%
Libre inversión	0,4%
Estructurados	1,4%
Calificados	1,0%

Tabla 1: Distribución de fondos administrados

## Estructura organizacional

El directorio de la administradora está compuesto por cinco miembros, quienes sesionan mensualmente (dejando formalizado en actas las resoluciones acordadas en las juntas directivas) y que, en términos generales, se caracterizan por mostrar una elevada experiencia en la gestión de activos, aunque preferentemente financieros. Bajo este contexto, se destaca que dos de sus miembros, entre ellos el presidente, también forman parte del directorio del Banco de Chile, permitiendo con ello un importante traspaso de conocimientos y sinergias operativas entre estas sociedades relacionadas, así como un alineamiento entre los objetivos de ambas entidades.

Nombre	Cargo
Jacob Ergas Ergas	Director
Pablo Granifo Lavín	Director
Arturo Tagle Quiroz	Director
Jorge Tagle Ovalle	Director
Nicolás Luksic Puga	Director
Andrés Lagos Vicuña	Gerente General

Tabla 2: Directorio Banchile AGF

Dentro de las principales funciones del directorio, recae la responsabilidad de evaluar y controlar el cumplimiento de todas las estrategias establecidas para los fondos administrados, así como la decisión de aceptar, condicionar o rechazar las inversiones a realizar.

Su estructura administrativa, en tanto, se considera robusta y adecuadamente formalizada, con una disponibilidad de recursos que responde correctamente a las necesidades de sus negocios, permitiendo sustentar el normal desempeño de sus funciones. La Ilustración 1 presenta la estructura organizacional de la administradora.

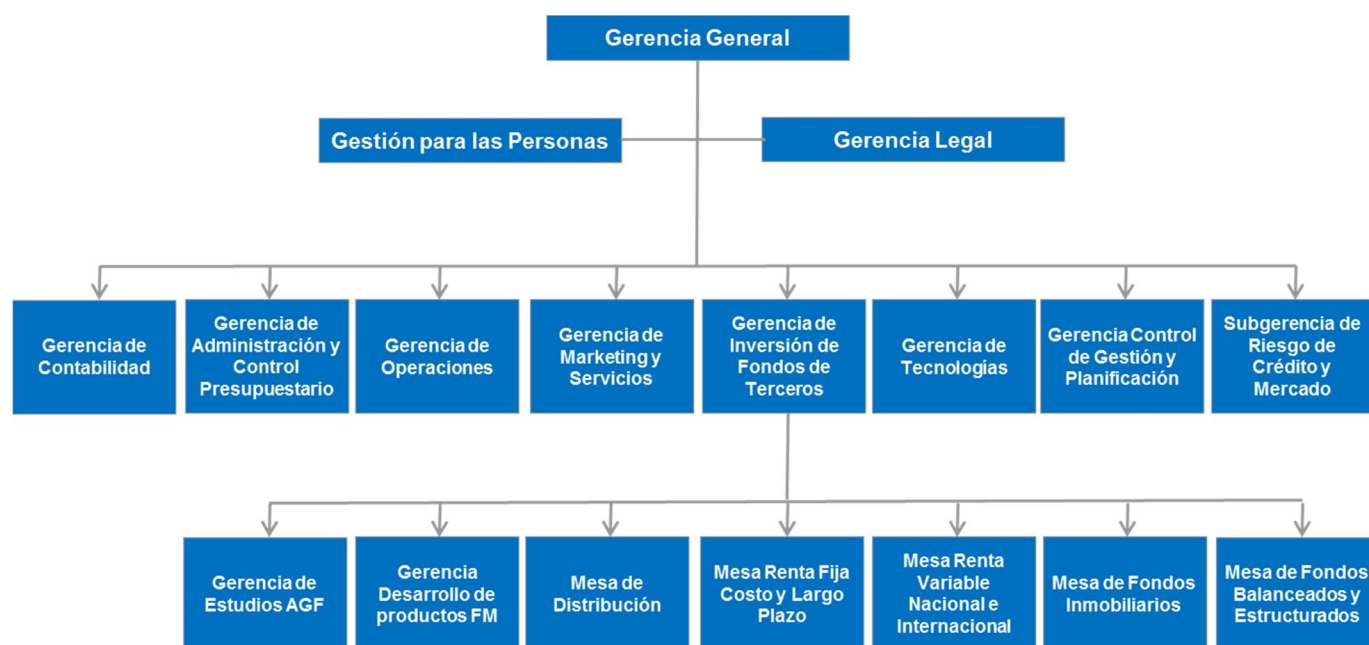


Ilustración 1: Estructura organizacional Banchile AGF

Para obtener mayor información acerca de la administradora, visite nuestra página web ([www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)), donde se encuentra un análisis detallado en el Informe de Clasificación de Banchile AGF.

## Fondo y cuotas del fondo

### Objetivos del fondo

Según se establece en el reglamento interno, la política de inversiones tiene como objetivo la adquisición de instrumentos de deuda de emisores nacionales de corto, mediano y largo plazo, pero siempre manteniendo una cartera cuya duración no exceda los 90 días, como corresponde a este tipo de fondo mutuo.

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

- Podrá invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo;
- La duración promedio de la cartera no debe superar los 90 días;

- En términos de clasificación de riesgo, sólo se podrá invertir en valores de emisores nacionales, cuya clasificación equivalga a "B", "N-4", o superiores.
- La moneda funcional del fondo será el peso chileno;
- Se podrá invertir en instrumentos derivados y realizar otras operaciones autorizadas (operaciones de compra de instrumentos de oferta pública con promesas de venta). Estas operaciones deben ceñirse a lo establecido en la normativa vigente que corresponda a cada caso (Norma de Carácter General N° 204 para la inversión en instrumentos derivados, y Circular N° 1.797 para la adquisición de instrumentos de compra con promesa de venta).

Dado lo anterior, la promesa formal del fondo es la conformación de una cartera orientada a renta fija en emisores nacionales, en moneda local o equivalente, con una duración igual o inferior a 90 días, permitiéndose invertir en activos de diferentes niveles de riesgo crediticio. En la práctica, **FM Liquidez Full** ha presentado una cartera de inversión conformada en su mayoría por depósitos de corto plazo (94% promedio últimos 24 meses ) emitidos por instituciones clasificadas principalmente con nota "AA-" o superior. Cabe destacar que durante el periodo analizado, el fondo ha presentado un nivel de riesgo estable, lo cual queda de manifiesto en la participación de emisores clasificados en categorías dentro de la familia de las "A" ("AA-" o superior), respetando por cierto, los límites establecidos por el reglamento. Por otro lado, la duración promedio alcanzada para últimos 24 meses corresponde a 62 días, inferior a los 90 días permitidos.

En opinión de **Humphreys**, el reglamento de **FM Liquidez Full** restringe de manera adecuada las operaciones adicionales que puede realizar el fondo. Sin embargo, en relación a la clasificación de riesgo de los emisores en los cuales puede invertir, existe la posibilidad de deterioro en el nivel de riesgo crediticio. 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 pesos chilenos y en menor medida unidades de fomento (UF)<sup>1</sup> . Con todo, el reglamento no explicita límites en cuanto a la inversión en instrumentos nominados en UF.

## Composición del fondo

El fondo cuenta con una serie única, que al 31 de marzo de 2013 presentaba un tamaño aproximado de US\$ 431,5 millones, cifra que lo situaba como el uno de los 15 fondo *money market* de mayor tamaño del mercado.

En términos generales, el fondo ha mostrado una evolución creciente entre abril de 2012 hasta el mismo mes de 2013, alcanzando los US\$ 1.933 millones administrados. Sin embargo, el último año móvil comienza a reducirse hasta llegar a los US\$ 431 millones a marzo de 2014. El promedio durante los últimos dos años fue de US\$ 708 millones. La Ilustración 2 muestra la evolución del patrimonio en los últimos 24 meses.

---

<sup>1</sup> En promedio, los últimos 24 meses el 97% de las inversiones se encuentran expresadas en pesos chilenos y un 3% en UF

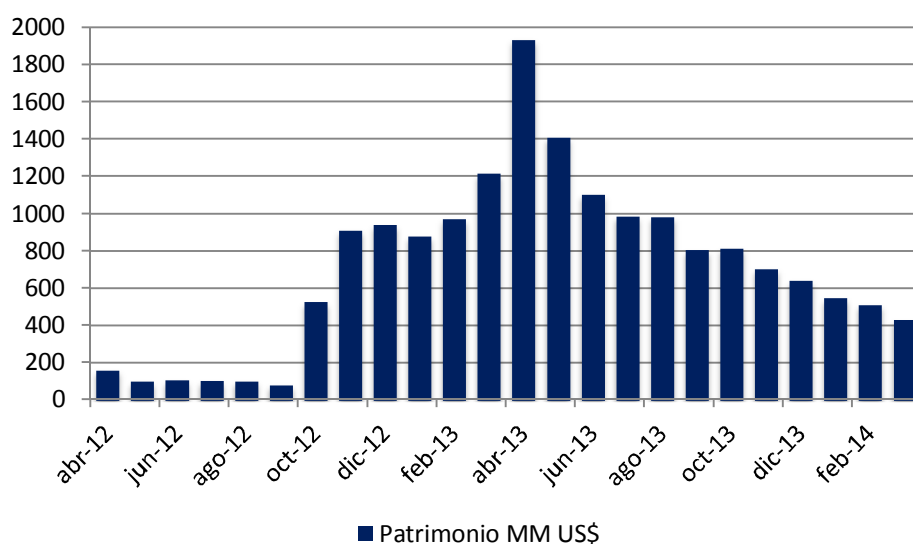


Ilustración 2: Evolución patrimonio en los últimos 24 meses

El crecimiento del fondo se ve plasmado en el comportamiento que tiene la participación de mercado, la cual muestra un escalamiento dentro del mercado de fondos tipo uno a medida que aumenta su patrimonio. Al principio de la ventana de medición, el patrimonio representaba menos de un 1,0% del mercado, mientras que a su *peak* obtiene una participación de 8,2% (obteniendo el segundo lugar dentro de los fondos tipo uno). Al final de la medición, la participación cae a un 2,8% del mercado. El mismo comportamiento se observa dentro de Banchile AGF, donde se convirtió en el fondo de mayor tamaño *money market* por seis meses. Actualmente es el cuarto fondo tipo uno en participación dentro de la administradora. La Ilustración 3 y el Cuadro 1 presentan la composición de la cartera del fondo junto con su evolución.

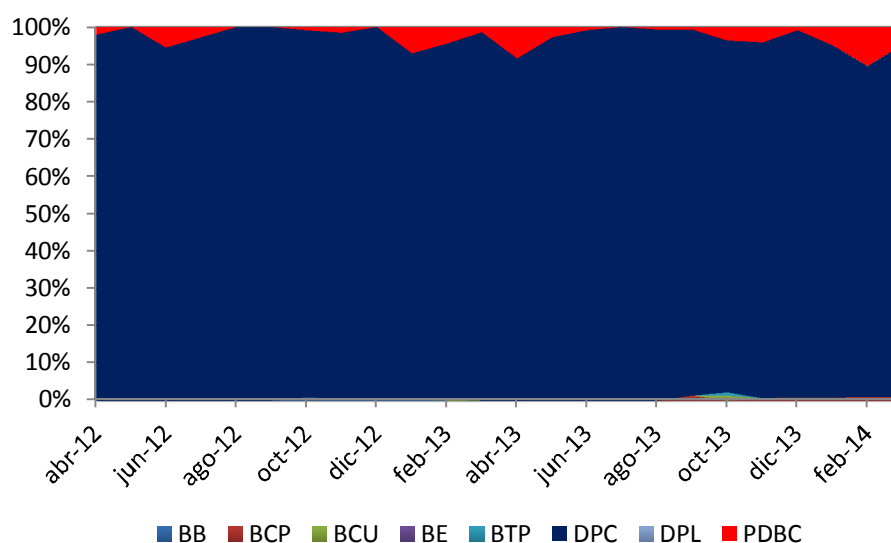


Ilustración 3: Tipo de instrumentos invertidos



Instrumento	Promedio anual				
	2010	2011	2012	2013	2014
Bono de bancos e instituciones financieras	0,68%	0,00%	1,21%	0,47%	0,00%
Bonos BCCh en Pesos	0,57%	0,00%	0,00%	0,62%	0,89%
Bonos BCCh en UF	0,00%	0,00%	0,00%	0,70%	0,00%
Bonos de Empresas	0,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Bonos de Tesorería general en peses	0,00%	0,00%	0,00%	0,47%	0,00%
Depositos a plazo de corto plazo	93,71%	89,36%	95,02%	94,37%	92,56%
Depositos a plazo de largo plazo	0,73%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pagares descontables del BCCh	3,40%	9,01%	2,57%	3,38%	6,55%

**Cuadro 1: Composición cartera**

## Manejo de conflicto de interés

Los eventuales conflictos de interés que pudieren afectar al fondo se encuentran acotados por las disposiciones legales que afectan a este tipo de negocio, por las restricciones estipuladas en el reglamento interno y por las políticas internas aplicadas por Banchile AGF.

La legislación vigente, en particular la Ley de Fondos de Inversión y su reglamento interno, tienden a controlar principalmente los eventuales conflictos de interés que podrían surgir producto de transacciones con personas relacionadas a la administración del fondo. Cabe destacar que para los fondos de inversión, la ley establece la formación de un Comité de Vigilancia que entre sus atribuciones está la de controlar el cumplimiento de las normas vinculadas a este tipo de materias.

Para efectos del tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora, Banchile AGF posee el “Manual de Tratamiento y Solución de Conflictos de Interés” (en adelante el “manual”), que se encuentra vigente desde abril de 2008 estableciendo los criterios generales y específicos que norman la forma de resolver las potenciales situaciones que envuelvan superposiciones de intereses.

De forma complementaria, cuenta con un “Código de Ética” que se alinea con el manual antes referido y que establece que no es aceptable realizar actos y operaciones por parte de los empleados de Banchile AGF, en los que exista conflictos de intereses entre el empleado, Banchile y sus clientes, dado que ello daña la confianza y transparencia de sus actos y decisiones.

En relación a la asignación, mantención y liquidación de inversiones que puedan ser adquiridas por más de un fondo, el manual describe que en la eventualidad que un mismo instrumento de deuda o de capitalización pueda ser considerado susceptible de ser comprado o vendido por más de un fondo, se dará prioridad en la

asignación de nuevos títulos a aquél cuya ponderación por tipo de instrumento esté más alejada de la establecida como objetivo de acuerdo con la estrategia de inversión definida por el comité de inversión y a los límites señalados en el reglamento interno respectivo.

Asimismo, tratándose de transacciones de compra y/o venta de un mismo instrumento, se debe procurar que la asignación para cada fondo sea siempre de acuerdo a la tasa promedio ponderada, minimizando cualquier diferencia de precio que pueda existir.

Respecto de procesos que regulan la coinversión entre el fondo y la Administradora, el manual estipula que se aplicarán íntegramente las disposiciones pertinentes contenidas en el título XX de la Ley de Valores.

Por otra parte, cada fondo tiene un administrador asignado, el cual vela por los intereses de sus aportantes vía maximización de sus resultados. Esta segregación evita que los administradores puedan beneficiar a un fondo en desmedro de otro.

Finalmente, existe un encargado de cumplimiento de Banchile que fiscaliza el apego a las normas y disposiciones contenidas dentro del manual, quien informa al directorio y al gerente general de manera inmediata sobre los incumplimientos significativos que se produzcan dentro de la administradora, además de realizar el seguimiento de los mismos y dar resolución adecuada a los conflictos de interés que puedan surgir.

A juicio de **Humphreys**, las políticas para evitar el surgimiento de eventuales conflictos de interés se encuentran adecuadamente definidas y dentro de los estándares de exigencia que se observan en el mercado local.

## Remuneración y comisiones

La remuneración por los servicios se aplica al monto que resulta de deducir el 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. Respecto a otros cobros, el fondo no contempla pago de comisiones ni otros gastos.

El Cuadro 2 presenta la estructura de remuneraciones estipulada en el reglamento interno vigente.

Serie	Monto mínimo	Rem. Fija anual (IVA inc.)
Única	No tiene	0,952%

Cuadro 2: Remuneración FM Liquidez Full

Según información entregada por la administradora, durante el año 2013, el fondo recaudó US\$ 6,4 millones por concepto de remuneración en comparación a los US\$ 1,4 millones recaudados durante el 2012.

## Política de endeudamiento

El reglamento interno del fondo señala que la administradora podrá acudir ocasionalmente a créditos bancarios de corto plazo, con un plazo de vencimiento de hasta 365 días y por una cifra equivalente al 20% del patrimonio del fondo, a cuenta del mismo, con el propósito de pagar rescates de cuotas y de realizar operaciones autorizadas por la SVS. De acuerdo con lo informado por los EEFF de diciembre de 2013, el fondo no presentaba obligaciones por este concepto.

## Prohibiciones y gravámenes

De acuerdo al último reglamento interno, no se mencionan políticas específicas en relación a las prohibiciones y gravámenes del fondo. Sin perjuicio de lo anterior en el reglamento, la política de inversiones del fondo no contempla ninguna limitación o restricción a la inversión en valores emitidos o garantizados por sociedades que no cuenten con el mecanismo de gobiernos corporativos, descritos en el artículo 50 bis de la Ley N° 18.046.

## 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 su serie única ha evolucionado de forma muy similar a la TIP (Tasa Interbancaria Promedio) entre 30 y 89 días. Lo anterior se considera adecuado, ya que a través de su historia el fondo ha cumplido con el propósito que persigue, que es convertirse en una alternativa de inversión similar al depósito a plazo, pero con una mayor liquidez y flexibilidad. En la práctica, el promedio mensual de la rentabilidad de la serie del **FM Liquidez Full** para los últimos doce meses reafirma el objetivo planteado, alcanzando indicadores de 0,365%, en tanto que la TIP mostró un promedio de 0,389%. La Ilustración 4 muestra la evolución de la rentabilidad nominal de la serie única del fondo, junto con el rendimiento de la TIP a 90 días y el de mercado tipo 1 definido anteriormente.

Además, el Cuadro 3 muestra un resumen de rentabilidad para el **FM Liquidez Full** en relación a la TIP y los fondos tipo 1, en pesos y de la industria en base mensual mientras que el Cuadro 4 los presenta en terminar anuales.

La conclusión que se desprende del anterior análisis es que el FM Liquidez Full presenta desempeños competitivos a nivel de la industria, incluso superiores a los de los fondos del mercado tipo 1 y similares al *benchmark* de los fondos *money market* en pesos, por lo que cumple con los objetivos que se ha trazado en cuanto a tener una rentabilidad similar a la de un depósito a plazo. Se destaca que estos rendimientos van de la mano con una mayor volatilidad, tal como se aprecia en el coeficiente de variación presentado en el Cuadro 3.

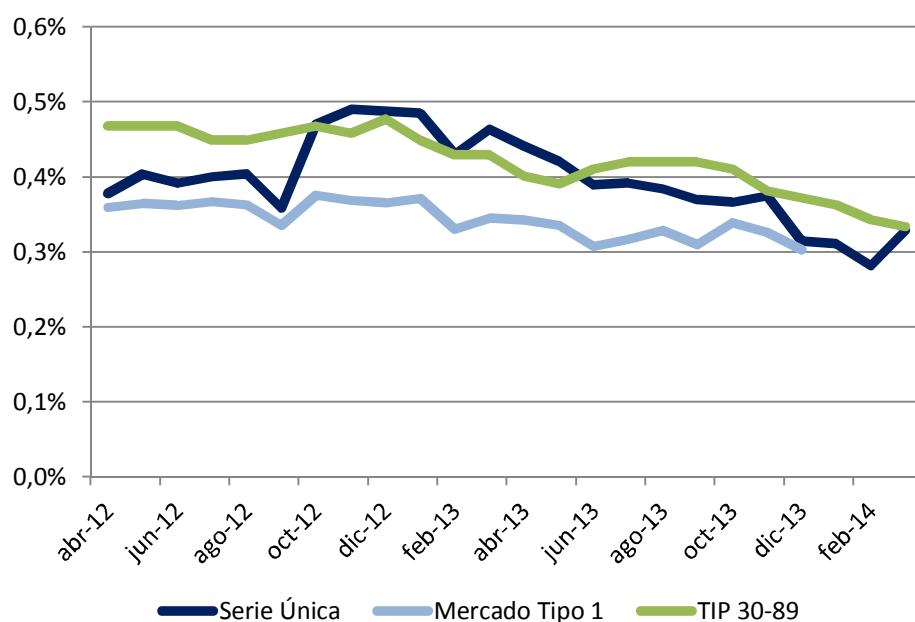


Ilustración 4: Rentabilidad nominal mensual

Tasa Mensual	Serie Única	Mercado T1	TIP 30-89
Rentabilidad mes actual	0,3284%	S/I	0,3338%
Rentabilidad mes anterior	0,2814%	S/I	0,3434%
Últimos seis meses	1,9930%	0,9707%	2,2250%
Últimos 12 meses	4,4627%	4,0271%	4,7694%
YTD	0,9234%	S/I	1,0435%
Des Est (24 meses)	0,0548%	0,0326%	0,0404%
Promedio (24 meses)	0,3968%	0,3438%	0,4239%
C. Variación	0,14	0,09	0,10

Cuadro 3: Análisis de rentabilidad mensual FM Liquidez Full

Tasa Anual	Serie Única	Mercado T1	TIP 30-89
<b>Rentabilidad mes actual</b>	4,01%	S/I	4,08%
<b>Rentabilidad mes anterior</b>	3,43%	S/I	4,20%
<b>Últimos seis meses</b>	4,03%	1,95%	4,50%
<b>Últimos 12 meses</b>	4,46%	4,03%	4,77%
<b>YTD</b>	3,75%	S/I	4,24%
<b>Des Est (24 meses)</b>	0,66%	0,39%	0,49%
<b>Promedio (24 meses)</b>	4,87%	4,20%	5,21%

Cuadro 4: Análisis de rentabilidad anual FM Liquidez Full

## Pérdida esperada y riesgo

Dado que la estructura del portafolio de inversiones se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría AA-" o superior, y que la mayor parte de sus inversiones presentan niveles de riesgo superiores o iguales a N-1, se puede presumir que su cartera presenta un riesgo por default que puede considerarse reducido. En este sentido, se estima de muy baja probabilidad variaciones en el valor de la cuota por efecto de incumplimiento por parte de las entidades que respaldan el pago de los activos en que invierte el fondo.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo, a marzo de 2014 ésta tendría una pérdida esperada del orden del 0,00082%, mostrando un comportamiento estable, a lo largo del horizonte estudiado. De hecho, al analizar el desempeño de este indicador para los últimos 24 meses, se observa que éste se ha posicionado en torno al 0,00084% y no ha presentado variaciones significativas –considerando la magnitud relevante del indicador– como se puede observar en la Ilustración 5.

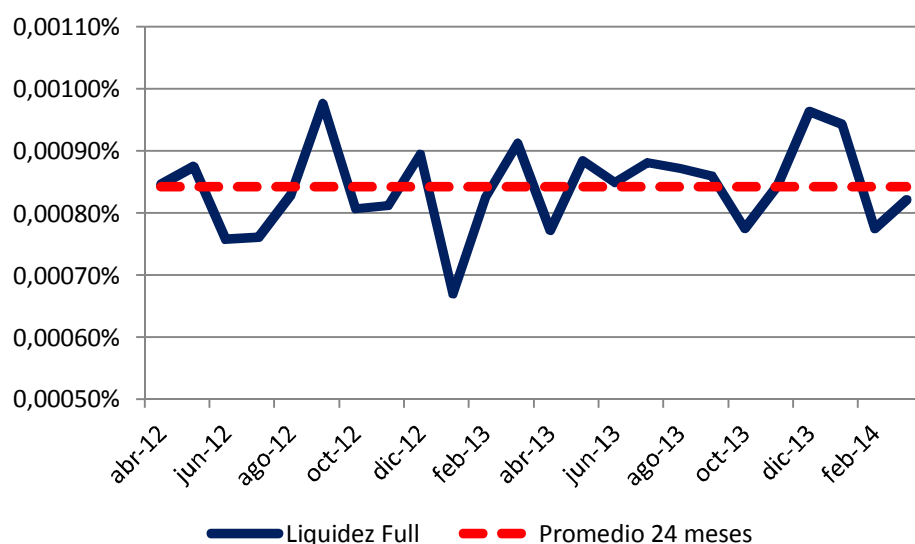


Ilustración 5: Pérdida esperado FM Liquidez Full

Para complementar el análisis respecto de la evolución del riesgo crediticio de la cartera, la Ilustración 6 muestra la composición de la misma en relación al *rating* asociado a cada emisor, con lo cual se logra apreciar la adecuada estabilidad estratégica con que se maneja el fondo.

A partir de la ilustración anteriormente mencionada, se aprecia una estructura de inversiones que privilegia emisores clasificados en "Categoría AAA" y "AA-", que a marzo de 2014 representaban el 43,9% y el 24,3% del portafolio respectivamente.

Por su parte, los riesgos de mercado, se ven atenuados por el perfil de la cartera de inversiones, que se concentra principalmente en el corto plazo (*duration* promedio de 62 días para los últimos doce meses), y en títulos expresados en pesos de emisores nacionales (en marzo de 2014, la cartera se encontraba expresada en su totalidad en pesos chilenos). En consecuencia, se tiene una baja sensibilidad ante cambios en la tasa de interés y/o en la variación de precios (inflación).

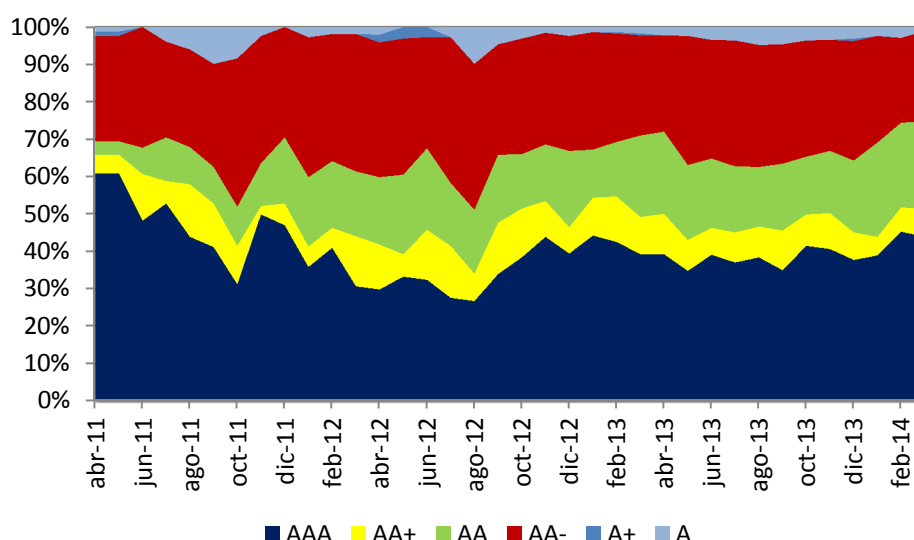


Ilustración 6: Clasificación de riesgo de los emisores

## 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.

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, cumpliendo con la normativa en cuanto a limitar el grado de concentración por emisor y por grupo empresarial.

En lo referente a la concentración por emisor establecida en el reglamento interno (no más de 10% del activo), el fondo ha incumplido con lo establecido; sin embargo, esta situación ha sido de carácter pasivo, debido a la actual condición del mercado en donde las alternativas de inversión se encuentran bastantes restringidas y por lo mismo este es un factor transversal a la industria de fondos mutuos. **FM Liquidez Full** ha mostrado un promedio mensual de 1,94% de excesos de inversión durante los últimos doce meses.

Como se muestra en el Cuadro 1, la cartera de inversión está casi totalmente compuesta por depósitos a plazo nominales de bancos nacionales, los que presentan una baja diversificación por emisor, incumpliendo la política de diversificación anteriormente mencionada (máximo de un 10% invertido en un emisor). A la misma fecha, ocho emisores concentran el 77,96% de las inversiones y en dos de ellos se incumple el reglamento. El Cuadro 5 presenta la evolución de los ocho principales emisores.

	% del activo del fondo				
	dic-2010	dic-2011	dic-2012	dic-2013	mar-2014
<b>Banco Central</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,83%	10,81%
<b>Corpbanca</b>	10,58%	8,90%	9,77%	13,18%	10,13%
<b>Security</b>	10,27%	11,81%	10,05%	9,36%	9,94%
<b>Banco Santander</b>	9,57%	10,03%	6,38%	8,83%	9,80%
<b>BCI</b>	9,44%	5,97%	8,18%	10,85%	9,76%
<b>Banco de Chile</b>	9,50%	8,41%	10,14%	3,83%	9,48%
<b>BancoEstado</b>	6,37%	6,02%	10,29%	8,41%	9,41%
<b>BBVA</b>	9,52%	3,89%	9,87%	12,28%	8,62%
<b>Sub-total</b>	<b>65,24%</b>	<b>55,03%</b>	<b>64,69%</b>	<b>67,56%</b>	<b>77,96%</b>
<b>8 principales emisores</b>	79,15%	78,16%	78,96%	79,97%	77,96%
<b>Número de emisores</b>	16	12	16	18	15

Cuadro 5: Mayores emisores del fondo

Sin perjuicio de lo expuesto, en la actualidad los riesgos de los bancos están bastante asociados al riesgo país, por lo tanto, se atenúa los efectos de una concentración.

## Liquidez de la cuota

El reglamento interno del fondo establece que "cualquier partícipe tiene derecho, en cualquier momento del tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo. Sin perjuicio de lo anterior, el partícipe podrá programar rescates, caso en el cual ejercerá su derecho en una fecha determinada, distinta a la fecha de presentación de la solicitud de rescate correspondiente, la cual deberá constar expresamente en la solicitud". El pago de los rescates se hace dentro de un plazo no mayor a un día hábil bancario, contado desde la fecha de presentación de la solicitud pertinente.

Con respecto al nivel de transacción de las cuotas, cabe señalar que durante el período analizado, se ha logrado un equilibrio entre el número de cuotas rescatadas y aportadas.

Los aportantes del fondo, en forma individual, tienen una baja incidencia en cuanto a la presión de liquidez del fondo, dado que la capacidad de retiro de cada uno es limitada, lo que acota este riesgo por partícipe. En marzo de 2014, el fondo contaba con más de 9.658 partícipes, y su principal aportante representaba un 4,5% del fondo (los diez principales representaron un 16,8% de éste). El Cuadro 6 presenta la incidencia de los principales aportantes del fondo.



Peso relativo aportante	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	mar-14
1	5,3%	7,0%	7,8%	2,8%	4,5%
2	4,5%	6,3%	4,7%	1,6%	3,6%
3	4,1%	6,0%	4,0%	1,0%	1,5%
4	4,1%	4,9%	3,6%	1,0%	1,2%
5	2,3%	3,9%	3,1%	0,9%	1,2%
6	2,1%	3,7%	2,6%	0,9%	1,1%
7	2,1%	3,6%	1,8%	0,9%	1,0%
8	2,0%	2,4%	1,7%	0,8%	1,0%
9	1,7%	2,1%	1,5%	0,7%	1,0%
10		1,8%	1,5%		0,8%
<b>Total</b>	28,2%	41,8%	32,3%	10,7%	16,8%

Cuadro 6: Importancia de los mayores aportantes en el fondo

## Liquidez del fondo

La política de desinversión del fondo descansa principalmente en el hecho de que la cartera de inversión es principalmente de corto plazo, reduciendo así el riesgo de salida de sus inversiones. Por otro lado, el portafolio de inversión tiene un *duration* inferior a 90 días y se concentra en papeles que presentan mercado secundario, los cuales son de bajo riesgo y presentan una liquidez suficiente en relación con el tamaño del fondo. Adicionalmente, el reglamento interno del fondo establece el procedimiento de liquidación del fondo.

Durante los últimos 24 meses, el máximo retiro ascendió a \$ 364.002 millones, equivalente al 92,9% del fondo a esa fecha.

## Valorización de las cuotas

El reglamento interno expresa que las cuotas del fondo se valoran diariamente y de acuerdo a la legislación vigente.

De acuerdo a la Circular N° 1.990 del año 2010, las sociedades que administran fondos mutuos tipo 1, deberán ser valorizadas a TIR de compra, teniendo las administradoras de fondos las siguientes obligaciones:

- a) Desarrollar y establecer con precisión y claridad políticas de liquidez y de realización de ajustes a precios de mercado en la valoración de los instrumentos que componen las carteras de inversión de este tipo de fondos, en forma periódica.

Dentro de las políticas de liquidez mencionadas destacan: monitorear descalces de liquidez, manejar los vencimientos de los instrumentos de la cartera y revisar la proporción de activos líquidos.

Asimismo, en lo referido a la realización de ajustes a precios de mercado, señala que los precios considerados para este fin, podrán ser obtenidos mediante modelos de valorización de los instrumentos que conformen la cartera de inversión, siempre que dicha estrategia haya sido desarrollada por entidades independientes y sea representativa de los precios de mercado. En esta línea, la unidad de investigación financiera RiskAmerica<sup>2</sup>, es la encargada de proveer el sistema de valorización para la industria de fondos mutuos.

- b)** Considerar la realización de pruebas de stress testing u otra técnica similar en forma periódica, sobre la cartera de inversiones del fondo para examinar variaciones en la rentabilidad de los instrumentos y de la cartera ante distintos escenarios de mercado.
- c)** Proporcionar a los inversionistas y al público en general información del criterio de valorización utilizado, políticas de liquidez y realización de ajustes a precio de mercado, la forma de determinar el valor neto diario del fondo, la conversión de los aportes y liquidación de rescates entre otras.

Con todo, dado que se trata de un fondo mutuo con duración menor a un año (en septiembre y octubre de 2013 un 98,7% y 98,6% de los instrumentos en cartera respectivamente tenían una duración superior a un año), en nuestra opinión la valorización de los activos de largo plazo no tiene efecto de relevancia en el valor final de la cuota.

La Ilustración 7 muestra cómo ha evolucionado la composición de los instrumentos utilizados por el fondo en cuanto al *duration* de la cartera:

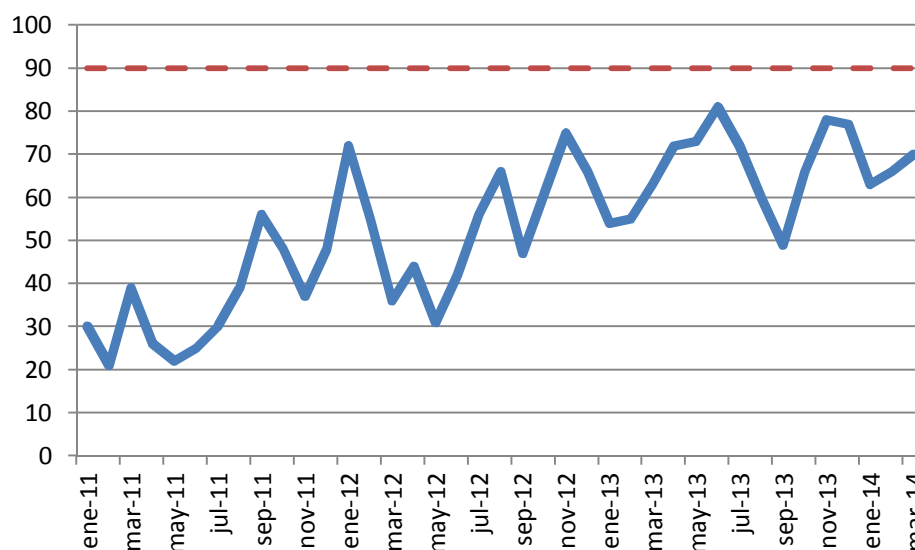


Ilustración 7: Duration de la cartera

<sup>2</sup> 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."*

## Anexo N°1

### Criterios generales para el manejo de potenciales conflictos de interés

Banchile ha establecido diversas medidas con el objeto de impedir y/o mitigar los conflictos de interés o las consecuencias que eventualmente éstos produzcan:

- a. Proceso de análisis, gestión y operación de inversiones independiente y completamente separado de las áreas de negocios de sus relacionados;
- b. Cada fondo administrado es considerado de manera separada e independiente de los otros fondos o del patrimonio de la Administradora;
- c. Barreras de información entre empleados de la Administradora y áreas de negocio de sus relacionados para impedir que se lleve a cabo intercambio de información que pueda suponer un riesgo de conflicto de interés;
- d. Política de supervisión sobre el proceso de inversión;
- e. Medidas de segregación de funciones de trabajo que impiden que personas ajenas al área de inversiones participe en el proceso de toma de decisiones de inversión de los Fondos;
- f. En la resolución de los conflictos de interés, se tendrán en cuenta las siguientes reglas:
  - i. En caso de conflicto entre Banchile y un Fondo, deberá siempre anteponerse el interés del Fondo
  - ii. En caso de conflicto entre un Fondo y un partícipe, deberá siempre anteponerse el interés del Fondo
  - iii. En caso de conflicto entre Banchile y un partícipe, deberá siempre anteponer el interés de este último;
  - iv. En caso de conflicto entre partícipes:
    - 1. se evitará favorecer a alguno de ellos;
    - 2. no se podrá, bajo ningún concepto, revelar a los partícipes las operaciones realizadas por otros partícipe;
    - 3. no se podrá incentivar operaciones de un partícipes con el objeto de beneficiar a otros.

## Anexo N°2

### Contratos 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 fin 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 tasas de interés e instrumentos de renta fija. Las inversión en contratos denominados en unidades de fomento responden a la cobertura de riesgos financieros ante variaciones de la inflación.

## Anexo N°3

### Instrumentos de inversión

El fondo se limita en invertir en los activos descritos en la

Tipo de instrumento	% Mínimo	% Máximo
<b>Instrumentos de deuda</b>	<b>0</b>	<b>100</b>
Instrumentos emitidos o garantizados por el Estado y el Banco Central de Chile.	0	100
Instrumentos emitidos por Bancos e Instituciones Financieras nacionales o extranjeras que operen en el país.	0	100
Instrumentos de oferta pública inscritos en el Registro de Valores, emitidos por Corfo, y sus filiales, Empresas Fiscales, Semifiscales, Sociedades Anónimas, u otras entidades registradas en el mismo registro.	0	100
Pagarés de empresas	0	100
Bonos de empresas	0	100
Títulos de deuda de securitización correspondientes a la suma de los patrimonios de los referidos en el Título XVIII de la Ley 18.045.	0	25
Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por bancos e instituciones financieras nacionales.	0	100

Tabla 3.

Tipo de instrumento	% Mínimo	% Máximo
<b>Instrumentos de deuda</b>	<b>0</b>	<b>100</b>
Instrumentos emitidos o garantizados por el Estado y el Banco Central de Chile.	0	100

Instrumentos emitidos por Bancos e Instituciones Financieras nacionales o extranjeras que operen en el país.	0	100
Instrumentos de oferta pública inscritos en el Registro de Valores, emitidos por Corfo, y sus filiales, Empresas Fiscales, Semifiscales, Sociedades Anónimas, u otras entidades registradas en el mismo registro.	0	100
Pagarés de empresas	0	100
Bonos de empresas	0	100
Títulos de deuda de securitización correspondientes a la suma de los patrimonios de los referidos en el Título XVIII de la Ley 18.045.	0	25
Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por bancos e instituciones financieras nacionales.	0	100

Tabla 3: Diversificación respecto del activo total del fondo

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.