



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Primera Clasificación del  
Emisor y sus valores**

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

## Fondo Mutuo Patrimonial

**Enero 2016**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
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	M1
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Diciembre de 2014 <sup>1</sup>
Administradora	Banchile Administradora General de Fondos S.A.

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Fondo Mutuo Patrimonial (FM Patrimonial)** comenzó sus operaciones el 27 de julio de 1988, corresponde a un fondo mutuo 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.

De acuerdo con lo establecido en su reglamento interno, el objetivo del fondo es ofrecer una alternativa de inversión para personas naturales y jurídicas interesadas en realizar operaciones financieras de corto plazo en un fondo cuya cartera esté compuesta por instrumentos de deuda emitidos por las principales instituciones que participan en el mercado de capitales nacional.

Para lo anterior, en la práctica se invierte principalmente en instrumentos de deuda de emisores nacionales de corto plazo, conformando con ello una cartera de duración menor o igual a 90 días. A diciembre de 2015, su patrimonio ascendía a US\$ 251 millones y en los últimos doce meses ha fluctuado entre US\$ 228 y US\$ 303 millones.

Entre las fortalezas del **FM Patrimonial** que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo de sus cuotas en "Categoría AA+fm" destacan las características propias de la cartera de inversiones, orientada a instrumentos de bajo riesgo crediticio, con elevada liquidez y nula exposición cambiaria. La alta liquidez de los activos es consistente con un fondo de alta rotación de su patrimonio. La pérdida esperada de la cartera de inversión para un horizonte de un año, según metodología **Humphreys**, ascendió a 0,00078% en diciembre de 2015, fluctuando entre 0,00043% y 0,00078% en los últimos 24 meses.

Asimismo, la existencia de un mercado secundario para los valores en que invierte el fondo, favorece que el precio de las cuotas refleje su real valor de mercado. Cabe agregar que la valorización de los instrumentos del portafolio es realizada por una entidad independiente y de prestigio en el medio.

<sup>1</sup> Corresponden a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la SVS al cierre de diciembre de 2015 (cartera de inversiones, valores cuota).

Adicionalmente, la clasificación de las cuotas incorpora la administración de Banchile como un factor positivo, ya que posee una alta capacidad de gestión en cuanto a su habilidad para administrar fondos. En paralelo, también como elemento favorable, la evaluación incorpora la alta representatividad del valor de las cuotas en relación con el precio de mercado de los activos que conforman el fondo.

Sin perjuicio de las fortalezas mostradas anteriormente, se debe tomar en cuenta que los límites de inversión establecido en el reglamento interno ("*Categoría BBB*", "*N-3*", o superiores), permiten la conformación de un portafolio con mayor nivel de riesgo que el que exhibe históricamente la cartera de inversión del fondo, pero acotado por la exigencia que todos los activos deben ser grado de inversión. Además, también como atenuantes, se ha considerado la larga trayectoria del fondo, que ha invertido en instrumentos locales de bajo riesgo, y las restricciones impuestas por la administradora sobre la evaluación de su contraparte (autorizados por su matriz).

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 Patrimonial**.

Cabe señalar que la cartera de inversiones ha presentado un aumento en su nivel de pérdida esperada en los últimos meses (pasó desde un promedio de 0,00052% en el trimestre julio – septiembre de 2015 a 0,00074% en el trimestre siguiente), producto de una menor presencia en instrumentos clasificados en "*Categoría AAA*", que pasaron desde un 51,8% a un 37,0% en el período antes mencionado. No obstante lo anterior, la cartera se ha mantenido en rangos coherentes a la categoría de riesgo asignada. Dado lo anterior, es que se espera que la pérdida presentada en los próximos meses por el fondo, se mantenga en los rangos históricos y no continúe su senda creciente.

La clasificación de riesgo de mercado corresponde a *M1*<sup>2</sup>, puesto que el fondo consistentemente ha presentado una baja exposición de mercado, centrado en inversiones de corto plazo (baja exposición a cambios en la tasa de interés), en pesos (tal como se expresan sus cuotas) y a tasa fija, situación que se estima se mantendrá a futuro, basados en la calidad de Banchile como administrador de activos por cuenta de terceros (e independientemente de la amplitud que presenta el reglamento interno en cuanto a su exposición por tipo de moneda). En promedio, la inversión en unidades de fomento (UF) ha sido en torno al 4,6% para los últimos 24 meses.

Históricamente el fondo ha sobrepasado el margen máximo por emisor que se establece en el reglamento interno<sup>3</sup>. Sin embargo, todos los excesos han sido 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. La duración promedio de la cartera, en tanto, se ha mantenido dentro de los plazos promedio definidos por el reglamento.

---

<sup>2</sup> La clasificación de riesgo para este tipo de fondos mutuos va desde *M1* a *M6*.

<sup>3</sup> La nueva Ley Única de Fondos (Ley N°20.712 sobre administración de fondos de terceros y carteras individuales) aumenta el límite máximo de inversión por emisor, desde 10% a 20% del activo del fondo desde el 1 de enero de 2015.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se califica “*Estable*”<sup>4</sup>, producto principalmente de 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 deterioro en su nivel de riesgo y que la sociedad administradora mantenga los actuales estándares de calidad.

#### Resumen Fundamentos Clasificación (No considera riesgo de Mercado)

##### Fortalezas centrales

- Cartera de inversiones con instrumentos de bajo riesgo.
- Elevada liquidez de los activos y las cuotas del fondo.
- Experiencia de AGF, tanto general como en fondos tipo 1.
- Valorización de las cuotas es representativa de su valor de mercado.

##### Fortalezas complementarias

- Alta capacidad de gestión de la administradora.
- Baja volatilidad ante variables de mercado.
- Adecuado manejo de conflicto de interés.

##### 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 AA

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

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

### Categoría M1

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

## Antecedentes generales

### Administración del fondo

**FM Patrimonial** es administrado por Banchile Administradora General de Fondos S.A., sociedad filial de Banco de Chile (con un 99,98% de la propiedad de Banco de Chile y un 0,02% en manos de Banchile Asesoría Financiera S.A.). Esta entidad, que a septiembre de 2015 exhibía un patrimonio de US\$ 3.818 millones, es controlado por el grupo Luksic (a través de sociedades de inversión) uno de los principales conglomerados económicos del país. En 2008 el banco absorbió los activos y pasivos de Citibank Chile, filial chilena de

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

Citigroup Inc., una de las empresas de servicios financieros más grandes del mundo, con quienes tienen un acuerdo de cooperación y conectividad global, que contempla el apoyo mutuo para la realización de diversos negocios, y el uso limitado de la marca "Citi".

De acuerdo con lo informado por la SVS, a diciembre de 2015 Banchile AGF gestionaba 77 fondos mutuos, con un patrimonio administrado de US\$ 8.464 millones, cifra que lo posicionaba en el primer lugar de la industria con una participación de mercado de 21,3%.

A esa fecha, los fondos de deuda menor a 90 días representaban el 47% de los fondos mutuos administrados por la AGF, con un patrimonio administrado de US\$ 3.976 millones, el mayor patrimonio dentro de ese segmento, equivalente al 22,7% del mercado *money market*.

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

**Cuadro N°1: Distribución de fondos administrados**

Distribución por tipo de fondos	
Deuda corto plazo menor a 90 días	46,97%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	6,54%
Mediano y largo plazo	33,74%
Mixto	4,48%
Capitalización	7,27%
Libre inversión	0,06%
Estructurados	0,40%
Calificados	0,53%

## 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 de carácter financiero. 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.

**Cuadro N°2: Directorio Banchile AGF**

Nombre	Cargo
Pablo Granifo Lavín	Director
Arturo Tagle Quiroz	Director
Jorge Ergas Heymann	Director
Eduardo Ebersperger Orrego	Director
Nicolás Luksic Puga	Director
Andrés Lagos Vicuña	Gerente General

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.

A continuación se presenta la estructura organizacional de la administradora:

**Figura N°3: Estructura organizacional Banchile AGF**



\* Servicios compartidos con Banchile Corredores de Bolsa S.A.

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

En virtud de lo señalado en el reglamento interno, el objetivo del fondo es ofrecer una alternativa de inversión para aquellas personas naturales y jurídicas interesadas en realizar operaciones financieras de corto plazo en un fondo cuya cartera está compuesta por instrumentos de deuda emitidos por las principales instituciones que participan en el mercado de capitales nacional.

El fondo debe mantener dentro de su cartera de inversión, instrumentos de deuda de emisores nacionales de corto, mediano y largo plazo, teniendo una duración menor o igual a 90 días.

La política de inversiones estipulada en el reglamento permite y/u obliga lo siguiente:

- Invertir en instrumentos de deuda emitidos o garantizados por personas relacionadas a la administradora, cuando cumplan con lo establecido en la Ley 20.712, artículo 62, letra b)<sup>5</sup>.
- Invertir en instrumentos de deuda de emisores nacionales cuya clasificación equivalga a "Categoría BBB", "N-3", o superiores.
- Mantener sus inversiones y saldos disponibles en pesos chilenos.
- Mantener inversiones en unidades de fomento (UF) y realizar contratos de derivados en dicha moneda.
- No invertir más del 50% de su activo en valores que no cumplan con los requisitos de liquidez y profundidad que requiere la SVS.
- Mantener hasta un 100% de sus activos en instrumentos en que el emisor o garante sea el Estado de Chile, Tesorería General de la República y/o el Banco Central de Chile.
- Mantener un porcentaje máximo de 20% del activo del fondo en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad.
- Mantener un porcentaje máximo de 30% del activo del fondo en instrumentos emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial.
- Mantener un máximo del 25% del capital suscrito y pagado o del activo de un emisor.
- Mantener un máximo del 25% de la deuda del Estado de Chile.
- No controlar, directa o indirectamente, a un emisor de valores.

Dado lo anterior, la promesa formal del FM Rendimiento Corto Plazo es la conformación de una cartera orientada a renta fija en emisores nacionales en pesos chilenos, con una duración igual o inferior a 90 días, permitiéndose invertir en activos de diferentes niveles de riesgo crediticio, aunque siempre en grado de inversión.

Cabe mencionar que 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.

En la práctica, el **FM Patrimonial** ha presentado una cartera de inversión conformada en su mayoría por depósitos a plazo, y pagarés emitidos por el estado (89,3% y 8,4% promedio respectivamente en los últimos dos años), emitidos por instituciones que cuentan con una clasificación de riesgo "Categoría A" o superior (en diciembre de 2015, la totalidad de la cartera alcanzaba o superaba esa clasificación, y el 95,98% alcanzaba una clasificación igual o superior a "Categoría AA-" o superior), lo que está por sobre de las exigencias mínimas establecidas en su reglamento. La cartera ha cumplido además con la duración permitida, manifestada en un *duration* promedio de 68 días para los últimos dos años.

En opinión de **Humphreys**, el reglamento del **FM Patrimonial** restringe de manera adecuada en términos de clasificación de riesgo los instrumentos en los cuales puede invertir sus activos el fondo, situándose en este aspecto por sobre la media de mercado. No obstante, el documento otorga la posibilidad de invertir en

<sup>5</sup> Sean títulos de deuda con clasificación de riesgo equivalente o superior a aquella que determine fundadamente la SVS mediante norma de carácter general.

derivados<sup>6</sup> y adquirir instrumentos con retroventa, los cuales implican riesgos adicionales. En la práctica la cartera ha sido administrada de tal manera que su riesgo crediticio se ha mantenido acotado a lo largo de los últimos años y se ha concretado exclusivamente en instrumentos nominados en pesos chilenos y en menor medida, en UF.

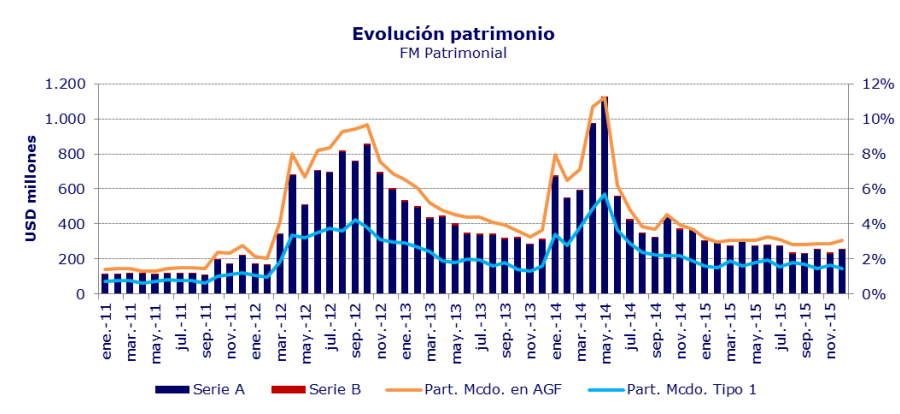
## Composición del fondo

Actualmente, el fondo cuenta con dos series de cuotas, A y B, que tienen derechos a una parte proporcional de los activos netos del fondo atribuibles a los partícipes de cuotas de circulación. A continuación se presenta una breve descripción de cada una de las series:

**Cuadro N°4: Resumen series de cuotas**

Serie	Dirigido a:	Patrimonio (MMUS\$)
A	Personas naturales	251,46
B	Aportes de Ahorro Previsional Voluntario	6,55

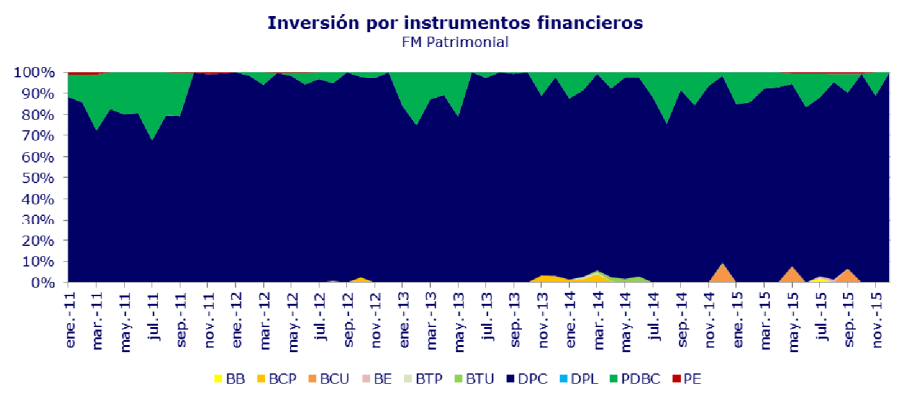
Al 31 de diciembre de 2015, el fondo presentaba un tamaño aproximado de US\$ 258 millones, que ha sido variable en el tiempo, mostrando una leve disminución en el último año, pasando desde US\$ 309 millones a US\$ 258 millones en los últimos doce meses.



Al analizar la evolución del fondo durante el último año, entre enero y diciembre de 2015, se observa la leve disminución en el patrimonio que se comentó en el párrafo anterior, lo que hizo bajar su participación de mercado, tanto dentro de la administradora (desde 3,2% a 3,0%), como en los fondos tipo 1 del mercado (desde 1,6% a 1,5%). En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a depósitos a plazos de bancos locales. El cuadro siguiente muestra la evolución de las principales inversiones:

<sup>6</sup> Las operaciones de derivados que puede realizar el fondo se pueden ver en el Anexo N°2 de este informe.





**Cuadro N°5: Composición cartera.**

Instrumento	Promedio anual				
	2011	2012	2013	2014	2015
BB : Bonos bancarios					1,89%
BCP : Bonos Banco Central en pesos		1,60%	3,18%	1,89%	
BCU : Bonos Banco Central en UF				8,88%	7,18%
BE : Bonos de empresas					1,20%
BTP : Bonos Tesorería General de la República en pesos				0,83%	
BTU : Bonos Tesorería General de la República en UF				1,58%	
DPC : Depósitos a corto plazo	84,00%	97,23%	90,72%	89,15%	89,52%
DPL : Depósitos a largo plazo		0,05%		0,01%	
PDBC : Pagarés descontables Banco Central	19,93%	3,47%	11,34%	8,49%	9,97%
PE : Pagarés de empresas	0,76%	0,28%			0,69%

En lo que se refiere a la concentración por emisores (no más de 10% del activo hasta diciembre de 2014, y a contar de 2015, no más de 20% del activo), el fondo ha sobrepasado recurrentemente el máximo por emisor establecido en su reglamento interno. Sin embargo, esto no ha constituido una estrategia “activa”, es decir, provocada por la administración (en efecto, es causal de despido que un operador se exceda de los límites permitidos). Los excesos se producen por causas ajenas a la administradora, debido a disminuciones de patrimonio no esperadas, que hacen que aumente la importancia relativa de algunas inversiones. La política interna apunta a solucionar estos excesos a la brevedad y dentro de los plazos legales. No obstante el carácter pasivo de dichos excesos, en opinión de la clasificadora, se podría disminuir el riesgo de concentración considerando la actual oferta en el mercado de renta fija nacional y/o a través de un mejor manejo de los límites en base a utilizar un criterio más conservador en cuanto a la holgura exigida para operar con cada emisor.

## Manejo de conflictos 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, también por las restricciones estipuladas en el reglamento interno y por las políticas internas aplicadas por Banchile AGF.

La legislación vigente, en particular la Ley N° 20.712 sobre administración de fondos de terceros y carteras individuales, junto con 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 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 aquel 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 los 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 los resultados de su portafolio. Esta segregación evita que los administradores pudieren 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.

Los criterios utilizados por el directorio de la administradora para resolver un eventual conflicto de interés se pueden ver en el Anexo N°1 de este informe.

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.

## Remuneraciones 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 y de agregar los rescates que corresponda liquidar en el día, esto es, aquellos solicitados antes de dicho cierre. Respecto a otros cobros, no se contempla pago de comisiones ni otros gastos.

El siguiente cuadro presenta la estructura de remuneraciones estipulada en el reglamento interno vigente:

**Cuadro N°6: Remuneración y comisiones**

Serie	Remuneración fija anual	Requisito de ingreso
A	Hasta 1,5% (IVA Incluido)	No tiene
B	Hasta 1,00% (Exenta de IVA)	No tiene (Destinado a APV)

Según información entregada por la administradora, durante el período 2015, el fondo recaudó US\$ 2,6 millones por concepto de remuneración (US\$ 2,7 millones durante 2014).

## Política de endeudamiento<sup>7</sup>

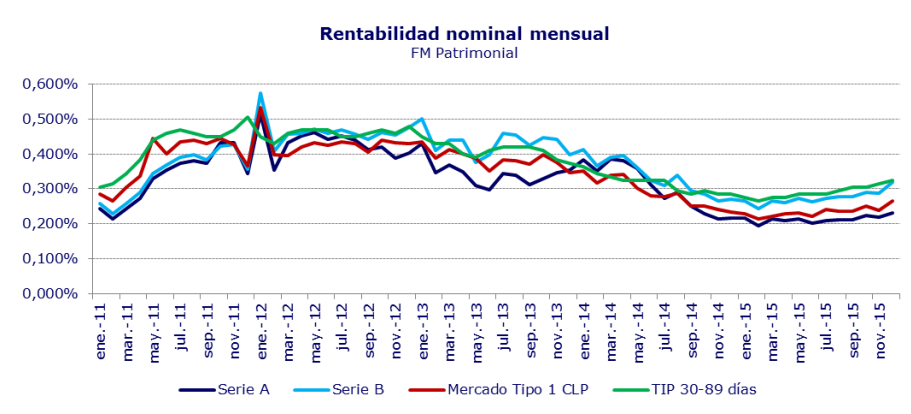
El reglamento interno del fondo señala que Banchile podrá acudir ocasionalmente a créditos bancarios de corto plazo, con un plazo de vencimiento de hasta 365 días y por una cifra equivalente al 20% del patrimonio del fondo, a cuenta del mismo, con el propósito de pagar rescates de cuotas y de realizar operaciones autorizadas por la SVS. De acuerdo a información entregada por la administradora, al 31 de diciembre de 2015, el fondo no presentó obligaciones bancarias.

<sup>7</sup> El reglamento interno no especifica los límites a los gravámenes que está sujeto el fondo.

## 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 evolucionado de forma similar al mercado de fondos tipo 1 en pesos y a la tasa de captación nominal promedio entre 30 y 89 días (TIP 30-90 días). Lo anterior es adecuado, por cuanto a través de su historia el fondo ha cumplido con el objetivo que persigue, que es ser una alternativa de inversión para personas naturales y jurídicas interesadas en realizar operaciones financieras de corto plazo, en una cartera compuesta por instrumentos de deuda emitidos por las principales instituciones que participen en el mercado de capitales nacional. En la práctica, la rentabilidad del **FM Patrimonial** para los últimos dos años reafirma el objetivo planteado, alcanzando una promedio mensual de 0,258% y 0,305% para sus series A y B, mientras que tanto el mercado de fondos mutuos tipo 1 en pesos, como la TIP 30-90 días mostraron una rentabilidad promedio de 0,262% y 0,303%, respectivamente. El gráfico que sigue muestra la evolución de la rentabilidad nominal de las series del fondo, junto con el rendimiento de la TIP 30-90 días y el de mercado tipo 1 en pesos definido anteriormente.



A continuación se muestra un análisis del nivel y de la volatilidad de la rentabilidad para el **FM Patrimonial** en relación al mercado de fondos tipo 1 en pesos y la TIP 30-90 días:

**Cuadro N°7: Rentabilidad mensual FM Patrimonial**

FM Patrimonial	Serie A	Serie B	Mercado Tipo 1 CLP	TIP 30-90 días
Rentabilidad mes actual	0,231%	0,320%	0,266%	0,324%
Rentabilidad mes anterior	0,218%	0,287%	0,238%	0,315%
Últimos seis meses	0,218%	0,288%	0,245%	0,305%
Últimos 12 meses	0,213%	0,275%	0,234%	0,291%
Des Est (24 meses)	0,066%	0,048%	0,041%	0,025%
Promedio (24 meses)	0,258%	0,305%	0,262%	0,303%
C. Variacion (24 meses)	0,25	0,16	0,16	0,08

Las rentabilidades anualizadas del fondo se presentan a continuación:

**Cuadro N°8: Rentabilidad anual FM Patrimonial**

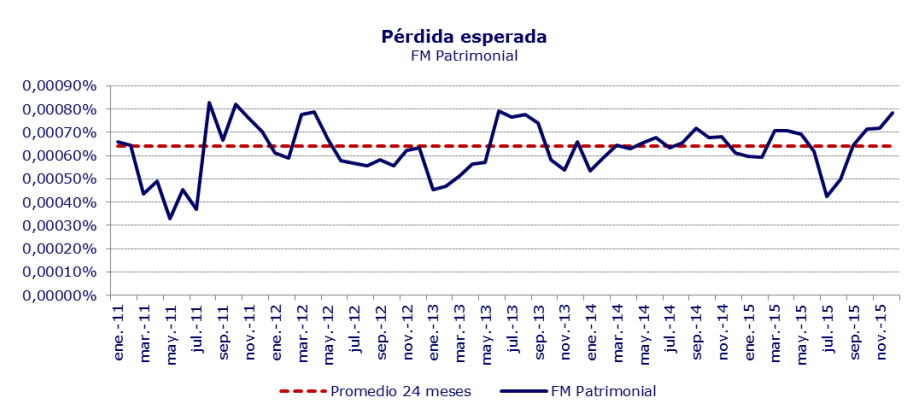
FM Patrimonial	Serie A	Serie B	Mercado Tipo 1 CLP	TIP 30-90 días
Rentabilidad mes actual	2,809%	3,905%	3,233%	3,960%
Rentabilidad mes anterior	2,650%	3,499%	2,899%	3,840%
Últimos seis meses	2,644%	3,505%	2,981%	3,720%
Últimos 12 meses	2,590%	3,350%	2,850%	3,550%
Promedio (24 meses)	3,146%	3,720%	3,189%	3,700%

La conclusión que se desprende del anterior análisis es que el **FM Patrimonial** presenta desempeños similares a la industria.

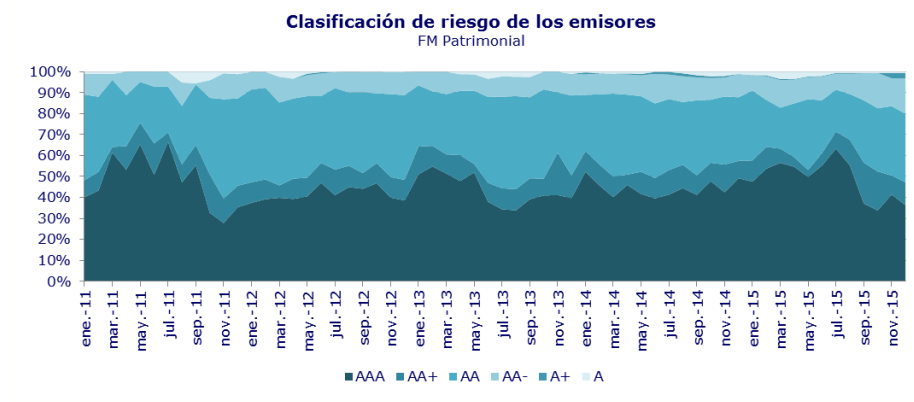
## Pérdida esperada y riesgo

Dado que la estructura del portafolio de inversión se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría AA-" o superior (en diciembre de 2015 alcanzaron una concentración de 95,98%), se puede presumir que su cartera presenta un riesgo por *default* reducido. Por lo tanto, es bajo el riesgo de cambio en el valor del fondo por efecto de pérdidas en uno o más activos por incumplimiento de los respectivos emisores.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo, en un horizonte de tiempo de un año, y considerando la conformación de la cartera del fondo a diciembre de 2015, ésta tendría una pérdida esperada de 0,00078%, mostrando un comportamiento que se ha mantenido entre 0,00043% y 0,00078% en los últimos dos años (pérdida promedio de 0,00064% para ese mismo período), manteniéndose en línea con la clasificación asignada. A continuación, se muestra gráficamente la evolución que ha experimentado la pérdida esperada de dentro del fondo:



Para complementar el análisis respecto de la evolución del riesgo crediticio de la cartera, a continuación se 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 del gráfico anterior, se aprecia una estructura de inversiones que privilegia emisores clasificados en "Categoría AAA" y "AA", que en diciembre de 2015 representaron el 36,0% y el 32,4% del portafolio, respectivamente.

Por su parte, los riesgos de mercado, se ven atenuados por el perfil de la cartera de inversión, que se concentra principalmente en el corto plazo (*duration* promedio de 63 días para los últimos doce meses), y en títulos expresados en pesos de emisores nacionales (en diciembre de 2015, la cartera se encontraba expresada en un 94,4% en pesos de Chile). En consecuencia, se tiene una baja sensibilidad ante cambios en la tasa de interés y/o en la variación de precios (inflación).

Los riesgos por cambio de tasa, a su vez, se encuentran atenuados por un perfil de la cartera de inversiones concentrada totalmente en el corto plazo (100% de los instrumentos tienen vencimiento menor a un año), con el 100% de su fondo en pesos.

## 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 situación 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, de no más de 20% del activo a partir de enero de 2015, el fondo ha incumplido solo en una sola ocasión la restricción, desde la publicación de los nuevos límites. Sin embargo, antes de este hecho, donde se establecía una concentración por emisor máxima de 10% del activo, se habían cometido más excesos de forma pasiva. Durante el año

2014, los emisores del fondo habían tenido un exceso promedio de 1,08%, y en promedio un 12% de los emisores mostró excesos de inversión durante ese período.

Como se pudo ver en el cuadro N°5, la cartera de inversiones está compuesta mayoritariamente por depósitos a plazo de corto plazo de bancos nacionales, los cuales presentan una baja diversificación por emisor, (máximo de un 20% invertido en un emisor). Tal como se ve a continuación, en diciembre de 2015, el 83,4% de las inversiones estuvo concentrado en ocho emisores:

**Cuadro N°9: Mayores emisores del fondo**

Institución	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Security (AA-)	10,65%	10,17%	10,27%	9,80%	16,21%
BBVA (AA)	8,25%	10,37%	10,10%	8,75%	15,54%
Banco Santander (AAA)	9,96%	7,78%	10,10%	9,97%	14,34%
BCI (AA+)	10,04%	9,77%	10,84%	8,20%	10,78%
BancoEstado (AAA)	9,07%	9,56%	8,83%	9,94%	8,77%
Scotiabank (AAA)	6,59%	9,26%	10,34%	9,92%	8,05%
Banco Bice (AA)	9,38%	10,70%	10,36%	10,60%	4,98%
Banco de Chile (AAA)	8,82%	5,40%	2,26%	1,41%	4,72%
<b>Sub-Total</b>	<b>72,76%</b>	<b>73,01%</b>	<b>73,10%</b>	<b>68,59%</b>	<b>83,39%</b>
<b>Ocho mayores emisores</b>	<b>76,03%</b>	<b>79,16%</b>	<b>82,45%</b>	<b>77,69%</b>	<b>83,39%</b>

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 los pagos de los rescates se realizarán en un plazo no mayor de un día hábil bancario, contado desde la fecha de presentación de la solicitud pertinente o desde la fecha en que se dé curso al rescate de ser uno programado. Sin embargo, si los retiros son de un monto igual o superior al 20% del valor del patrimonio se consideran como significativos, por lo que se pagan dentro de 15 días hábiles bancarios contado desde la fecha de presentación de la solicitud de rescate o de la fecha en que se dé curso a éste en caso de ser programado. El mismo procedimiento se utiliza para cuando la sumatoria de los rescates realizados un mismo día alcance un monto igual o superior a 35% del valor del patrimonio.

Con respecto al nivel de transacción de las cuotas, cabe señalar que durante el período analizado, ha habido un mayor número de cuotas rescatadas.

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.

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 diciembre de 2015, el fondo contaba con más de 17.400 partícipes, y su principal aportante representaba un

3,06% del fondo (los diez principales representaron un 11,84% de éste). A continuación se presenta la incidencia de los principales aportantes del fondo:

**Cuadro N°10: Importancia de los mayores aportantes en el fondo**

Peso relativo aportante	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
1°	6,91%	3,04%	3,20%	11,29%	3,06%
2°	1,71%	2,52%	3,02%	2,08%	2,38%
3°	1,46%	1,38%	1,74%	1,91%	1,12%
4°	1,45%	1,05%	1,61%	1,19%	1,09%
5°	1,39%	0,95%	1,28%	1,05%	0,82%
6°	1,32%	0,88%	1,27%	0,75%	0,79%
7°	1,26%	0,87%	1,15%	0,74%	0,67%
8°	1,12%	0,61%	1,09%	0,73%	0,65%
9°	1,10%	0,54%	1,03%	0,73%	0,63%
10°	0,96%	0,45%	0,94%	0,71%	0,63%
<b>Total</b>	<b>18,67%</b>	<b>12,30%</b>	<b>16,33%</b>	<b>21,19%</b>	<b>11,84%</b>

## 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. Con todo, el fondo considera en su reglamento interno mantener dentro del total de los activos una inversión mínimo de un 10% en instrumentos de fácil liquidación con tal de cumplir oportunamente las obligaciones generadas como consecuencia de las operaciones propias que realice el fondo y con aquellas emanadas de los rescates de cuotas realizadas por sus partícipes.

Además, el reglamento interno considera que si el 10% no es suficiente, puede invertir en activos líquidos hasta el 100% de las obligaciones que posea el fondo por el plazo necesario para cumplir con los pagos.

Otro aspecto a considerar, es que el portafolio de inversión tiene un *duration* inferior a 90 días (cartera de inversión de corto plazo), lo que permite reducir el riesgo de salida de sus inversiones al tener una alta rotación en sus activos.

Durante los últimos 24 meses, el máximo de retiro ascendió a \$ 255.254 millones, equivalente al 41,3% de valor 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:



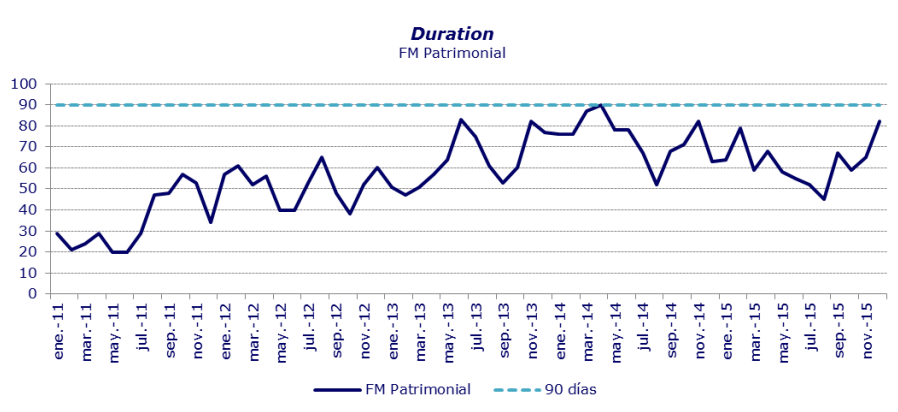
- a) Desarrollar y establecer con precisión y claridad políticas de liquidez y de realización de ajustes a precios de mercado en la valoración de los instrumentos que componen las carteras de inversión de este tipo de fondos, en forma periódica.

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>8</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. Según lo informado por la administradora, semanalmente se analizan las distintas tasas que influyen la rentabilidad de los instrumentos y evalúa la exposición de dichos instrumentos en relación a la semana anterior.
- 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, las que se encuentran publicadas en sus estados financieros anuales y su reglamento interno.

La valorización a TIR de compra tiene bajo efecto distorsionador en activos de corto plazo (en diciembre de 2015, un 95,8% de los instrumentos en cartera tenía duración inferior a un año, y un 3,2% tenía duración de mediano plazo) por ello, en nuestra opinión, la valorización de los activos de largo plazo no tiene incidencia de relevancia en el valor final de la cuota (ya que si no están presente, tienen una importancia muy baja dentro del portafolio).

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



<sup>8</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

### Contrato de derivados

Conforme lo autoriza el numeral 10 del artículo 13 del D.L. 1.328, la administradora por cuenta del fondo podrá celebrar en mercados bursátiles operaciones (compra, venta y lanzamientos) que involucren contratos de opciones y contratos de futuros. Por su parte, las operaciones que involucren contratos de *forwards* podrán celebrarse tanto en mercados bursátiles como fuera de dichos mercados. Todo lo anterior, en los términos establecidos en la Norma de Carácter General N°204 del 28 de diciembre del 2006, y con la finalidad de tener cobertura de los riesgos asociados a sus inversiones y como inversión. Estos instrumentos implican 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 del activo subyacente y puede multiplicar las pérdidas y ganancias de valor de la cartera.

Los activos objetos de los contratos de opciones, futuros, y *forwards* serán monedas, tasas de interés e instrumentos de renta fija, conforme a lo establecido en el N° 3 de la Norma de Carácter General antes mencionada, y de acuerdo a los instrumentos en que se autoriza a invertir al fondo, señalados en la política de diversificación de las inversiones respecto del activo total del fondo.

La inversión en contratos de derivados sobre instrumentos denominados en UF, responde a la cobertura de riesgos financieros, ante variaciones de la inflación.

En todo caso, en las operaciones de productos derivados elegibles, la sociedad administradora deberá cumplir con los límites generales y específicos señalados en la Norma de Carácter General previamente mencionada.

## Anexo N°3

### Instrumentos de inversión

Diversificación de las inversiones por tipo de inversión respecto del activo total del fondo:

Tipo de instrumento	Mínimo	Máximo
Nacionales	0%	100%
Bonos emitidos o garantizados por el estado, Tesorería General de la República y/o Banco Central de Chile.	0%	100%
Bonos emitidos o garantizados por bancos e instituciones financieras.	0%	100%
Bonos emitidos por empresas.	0%	100%
Depósitos emitidos o garantizados por bancos e instituciones financieras.	0%	100%
Pagarés y efectos de comercio emitidos por empresas.	0%	20%
Pagarés emitidos o garantizados por el estado, Tesorería General de la República y/o Banco Central de Chile.	0%	100%
Letras y mutuos hipotecarios emitidos o garantizados por bancos e instituciones financieras.	0%	100%
Letras y mutuos hipotecarios emitidos o garantizados por otros agentes no bancos ni instituciones financieras	0%	100%
Títulos de deuda de securitización correspondientes a la suma de los patrimonios de los referidos en el Título XVIII de la Ley N°18.045.	0%	25%
Otros valores de oferta pública, de deuda, que autorice la SVS.	0%	100%

Diversificación de las inversiones por emisor, grupo empresarial y entidades relacionadas:

- Porcentaje máximo en instrumentos en que el emisor o garante sea el Estado de Chile, Tesorería General de la República y/o el Banco Central de Chile: 100% del activo del fondo.
- Porcentaje máximo de inversión respecto del activo total del fondo en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad: 20% del activo del fondo.
- Porcentaje máximo de inversión respecto del activo total del fondo en instrumentos emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial: 30% del activo del fondo.
- No podrá poseer más del 25% el capital suscrito y pagado o del activo de un emisor.
- No podrá poseer más del 25% de la deuda del Estado de Chile.
- No podrá controlar, directa o indirectamente, a un emisor de valores.