



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a s

Eric Pérez F.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

[eric.perez@humphreys.cl](mailto:eric.perez@humphreys.cl)

[hernan.jimenez@humphreys.cl](mailto:hernan.jimenez@humphreys.cl)

## **Fondo Mutuo Protección BancoEstado**

**Mayo 2020**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Cuotas	AA+fm
Riesgo de mercado	M2
Tendencia	Estable
Estados Financieros	31 de diciembre de 2019 <sup>1</sup>
Administradora	BancoEstado S.A. Administradora General de Fondos

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

El **Fondo Mutuo Protección BancoEstado (FM Protección)**, que comenzó sus operaciones el 10 de septiembre de 2004, corresponde a un fondo mutuo Tipo II y es administrado por BancoEstado S.A. Administradora General de Fondos (en adelante BancoEstado AGF), sociedad filial del BancoEstado.

De acuerdo con lo informado en su reglamento interno, el objetivo del fondo mutuo es ofrecer una alternativa de inversión en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo de emisores nacionales y en contratos de derivados de opciones, futuros y *forwards* sobre monedas, tasas de interés e instrumentos de deuda en los cuales esté autorizado invertir, manteniendo una duración de la cartera de inversiones del fondo menor o igual a 365 días. Al 31 de marzo de 2020, el capital administrado por el fondo ascendía a \$ 465.581 millones.

En cuanto a los efectos de la crisis económica provocada por el Covid-19, de acuerdo con los análisis de la clasificadora, el riesgo de la cartera no se vería afectado al estar concentrada fuertemente en instrumentos emitidos por bancos chilenos con elevado rating.

Dentro de las principales fortalezas del **FM Protección**, que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo de sus cuotas en "Categoría AA+fm", está la mantención de un perfil de riesgo bajo, con instrumentos calificados mayoritariamente en las familias de las "AA" y "AAA" (en marzo de 2020 un 35,44% de la cartera tenía clasificación AAA). Se agrega la existencia de un mercado secundario para los valores en que invierte el fondo, lo que junto con la liquidez favorece que el precio de las cuotas refleje su real valor de mercado. La valorización de los instrumentos del portafolio es realizada por una entidad independiente y de prestigio en el medio. Lo anterior radica en que la pérdida esperada del fondo, considerando un promedio de dos años, es de 0,003191%, cifra que se ha mantenido relativamente estable en los últimos dos años. Cabe destacar el hecho

<sup>1</sup> Corresponde a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente, el análisis considera la información proporcionada a la CMF al cierre de marzo de 2020 (cartera de inversiones, valor cuota).

que los niveles de pérdida esperada han demostrado una tendencia al alza los últimos años, lo cual podría afectar la clasificación en la medida que dicha tendencia se continúe.

Adicionalmente, se valora la administración de BancoEstado como un factor positivo, ya que presenta estándares muy sólidos de gestión en cuanto a su habilidad para administrar fondos.

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 Comisión para el Mercado Financiero (CMF) sobre dicha materia. Esto es relevante, en vista de que la administradora mantiene hoy varios fondos con un perfil de inversión de similares características al **FM Protección**.

La clasificación de riesgo de mercado corresponde a  $M2^2$ , considerando la elevada calidad crediticia del fondo, que reduce variaciones en los premios por riesgo, y la duración de la cartera, que no es inmune a los cambios en la tasa interés de mercado. Por otra parte, se incluye el hecho que no existe riesgo de descalce de monedas.

En los últimos cinco años analizados, el fondo no ha sobrepasado el margen máximo por emisor establecido en el reglamento interno, equivalente al 20% del activo del fondo.

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, permite invertir en instrumentos clasificados en "Categoría B, N-4" o superior a esta, por lo que el fondo podría presentar variaciones en cuanto al riesgo crediticio de los emisores, lo cual trae consigo un deterioro potencial en el riesgo de las cuotas. A pesar de lo anterior, un atenuante es la experiencia propia del fondo, superior a trece años. Si bien existe amplitud de definición acerca de 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.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se califica en "Estable", por cuanto el indicador de pérdida histórico del portafolio se ha mantenido en niveles compatibles con la clasificación de las cuotas.

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.

La clasificación podría subir, en la medida que el fondo mejore la calidad crediticia de los emisores en su cartera de inversiones de forma permanente.

---

<sup>2</sup> La clasificación de riesgo para este tipo de fondos mutuos va desde M1 a M6. Por reglamento, un fondo mutuo calificado en M2 puede invertir en instrumentos emitidos en la misma moneda en que se expresan sus cuotas. La UF puede ser considerada como peso sólo si los instrumentos emitidos en esa moneda son inferiores a la duración de dos años.

## 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 II.
- Valorización de las cuotas es representativa de su valor de mercado.

### Fortalezas complementarias

- Administradora presenta estándares muy sólidos de gestión.
- 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 está muy relacionada con el riesgo país).

<b>Consideraciones Comisión Clasificadora de Riesgo</b>	
<b>Acuerdo N°31<sup>3</sup></b>	<b>Referencia</b>
Claridad y precisión de los objetivos del fondo.	Objetivos del fondo
Grado de orientación de las políticas y coherencia con el reglamento interno.	Objetivos del fondo
Conflictos de interés - Entre fondos administrados, - Con la administradora y sus personas relacionadas.	Manejo de conflicto de interés Manejo de conflicto de interés
Idoneidad y experiencia de la administración y la administradora.	Fundamentos de la clasificación
Estructura, políticas y procesos del gobierno corporativo para resguardar apropiadamente los intereses del fondo y de sus partícipes.	De la Administración del fondo
Separación funcional e independencia en la realización de tareas, establecida por la administradora con el fin de gestionar los riesgos, vigilar y salvaguardar las inversiones del fondo, y prevenir, manejar y resolver potenciales conflictos de interés.	De la Administración del fondo
Suficiencia e idoneidad de la estructura de gestión de riesgos y control interno de la administradora, de la implementación formal de políticas y procedimientos al respecto, y de la realización de estas funciones.	De la Administración del fondo
Fortaleza y suficiencia de su plataforma de operaciones en relación al tamaño y la complejidad de los activos administrados.	De la Administración del fondo
Política de inversión (Artículo N° 3) El reglamento deberá establecer en forma clara y precisa los objetivos del fondo. Como política de inversión el reglamento debe contemplar que al menos el 70% de sus activos estará invertido, sea directa o indirectamente, en instrumentos que son objeto de inversión.	Objetivos del fondo establecidos de forma clara y además especifica un porcentaje mínimo de inversión de un 70% en instrumentos que son de objeto de inversión
Endeudamiento (Artículo N° 4) El reglamento debe establecer que los pasivos más los gravámenes y prohibiciones que mantenga el fondo, no podrán exceder del 50% de su patrimonio.	El reglamento interno establece que el endeudamiento total del fondo no puede exceder el 20% del patrimonio del fondo.
Concentración por emisor y grupo empresarial (Artículo N° 5) El reglamento deberá establecer que la inversión máxima de un fondo mutuo y un fondo de inversión rescatable, en una entidad o grupo empresarial y sus personas relacionadas, no podrá exceder del 30% de sus activos.	Reglamento establece un límite máximo de inversión por una misma entidad y un mismo grupo empresarial y sus personas relacionadas de un 20% y 30% del activo del fondo respectivamente.
Valoración de las inversiones.	Valorización de las inversiones

<sup>3</sup> Incluye las modificaciones introducidas por el Acuerdo N° 34 de 2010, por el Acuerdo N° 35 de 2010, por el Acuerdo N° 36 de 2013, por el Acuerdo N° 38 de 2013, por el Acuerdo N° 39 de 2014 y por el Acuerdo N° 44 de 2017.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría AAfm

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 M2

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

## Antecedentes generales

### Administración del fondo

**FM Protección** es administrado por BancoEstado S.A. Administradora General de Fondos, empresa filial del BancoEstado. Con fecha 3 de diciembre de 2008, esta última entidad firmó un acuerdo para vender el 49,99% de las acciones de su filial a BNP Paribas Asset Management, uno de los mayores administradores de fondos en el mundo. BancoEstado es el único banco chileno estatal y en diciembre de 2019 exhibía un patrimonio aproximado de US\$ 2.289 millones.

De acuerdo con lo informado por la CMF, a marzo de 2020, BancoEstado AGF gestionaba 18 fondos mutuos, con un patrimonio administrado de US\$3.227 millones, alcanzando una participación de mercado del 7%. La siguiente tabla presenta la distribución por tipo de fondo mutuo administrado por BancoEstado a marzo de 2020.

Tabla 1  
**Distribución de fondos mutuos administrados por BancoEstado AGF**

Distribución por tipo de fondos	
Deuda corto plazo menor a 90 días	66,10%
Deuda corto plazo menor a 365 días	17,92%
Deuda mediano y largo plazo	13,39%
Mixto	--
Capitalización	0,21%
Libre de inversión	2,38%
Estructurados	--
Calificados	--

## Estructura organizacional

El directorio de la administradora está compuesto por cinco directores titulares y sus respectivos suplentes, quienes se encargan de establecer los objetivos y estrategia de la sociedad, además de controlar y evaluar el cumplimiento de estos. Cabe destacar que el presidente del directorio de la administradora de fondos es también vicepresidente del consejo directivo del Banco Estado. A continuación, en la Tabla 1 **Error! No se encuentra el origen de la referencia.** se identifican los miembros que integran el directorio:

Tabla 2  
**Directorio AGF**

Nombre	Cargo
Pablo Correa González	Presidente
David Vaillant	Vicepresidente
Andrés Heusser Risopatrón	Director
Leopoldo Quintano Hartard	Director
Luca Restuccia	Director
Vincent Trouillar-Perrot	Director
Victoria Martínez Ocamica	Director Suplente
Víctor Coddou Braga	Director Suplente
Gonzalo Collarte Taboada	Director Suplente
Arnaud Schwebel	Director Suplente
Stephane Rouillon	Director Suplente
Luiz Di Nizo Sorge	Director Suplente

## Fondos y cuotas del fondo

### De la Administración del fondo

Como regla general, la estructura de administración queda definida al momento de decidir la constitución del fondo o, en su defecto, a la fecha de tomar la decisión de la gestión de uno ya en funcionamiento. En particular, se asigna al responsable de la administración y se establecen los mecanismos de control, tanto en los aspectos operativos de la gestión como de rendimiento del fondo. En esta etapa, en donde participa el directorio, se toman los resguardos necesarios para evitar y minimizar los eventuales conflictos de interés.

En los hechos, el responsable directo de la administración del fondo debe ceñir sus funciones a lo establecido en el “Manual de Tratamiento y Solución de conflicto de interés” de la AGF, que establece los criterios generales y específicos que norman la forma de resolver las potenciales situaciones que envuelvan superposiciones de intereses. Existe una unidad que vela por el cumplimiento de estas normas.

El directorio de la AGF es informado de forma periódica respecto de la gestión de inversiones de los fondos, cumplimiento de límites establecidos tanto en sus reglamentos internos como por la administración. Asimismo, toda decisión de compra y/o venta está amparada dentro de la política de inversiones.

Se observa que la estructura de gestión de riesgo del fondo está debidamente formalizada y con niveles de flexibilidad adecuados, sobre la base de políticas generales para todos los fondos que deben adecuarse a las características propias de sus activos. Por otra parte, se observa que la administradora dispone de sistemas robustos para la gestión de los fondos, incluidos aquellos con activos con mayor nivel de movimiento (enajenaciones), precios más variables y, en general, más sofisticados en cuanto a sus valorización y contabilización. Desde este punto de vista, los sistemas son más que suficientes para soportar las operaciones de **FM Protección**.

## Objetivo del fondo

En virtud de lo señalado en su reglamento interno, el objetivo del fondo es invertir en instrumentos de corto, mediano y largo plazo de emisores nacionales y en contratos de derivados de opciones, futuros y forwards sobre monedas, tasas de interés e instrumentos de deuda que mantengan una duración menor o igual a 365 días.

Para lograr lo anterior, el fondo debe mantener al menos un 70% del valor de sus activos en instrumentos de deuda nacional, que cuenten con una clasificación de riesgo igual o superior a "Categoría B/N-4".

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

- Invertir hasta el 100% de su activo en pesos chilenos o unidades de fomento (UF).
- Invertir en valores que le permitan cumplir con una duración de la cartera menor o igual a 365 días.
- Un máximo de inversión por emisor de 20%.
- Un máximo de inversión de 25% en títulos de deuda de securitización.
- Invertir como máximo un 30% por grupo empresarial y sus personas relacionadas.

En la práctica, el **FM Protección** ha presentado una cartera de inversión conformada por instrumentos de deuda nacional, que a marzo de 2020 representaban un 99,87% de los activos del fondo, emitidos por instituciones que cuentan con una clasificación de riesgo "Categoría A+" o superior (en marzo de 2020 el 83,18% de la cartera se encontraba en una clasificación mayor o igual a "Categoría AA-"), lo que está por sobre de las exigencias mínimas establecidas en su reglamento ("Categoría B"). El portafolio ha cumplido además con la duración permitida, manifestada en una duración promedio de 310 días para los últimos dos años en abril 2020. Con respecto al tipo de moneda y tasas, las inversiones se han realizado en su mayoría en instrumentos denominados en pesos (63,30% promedio en pesos y 36,61% en UF para los últimos dos años).

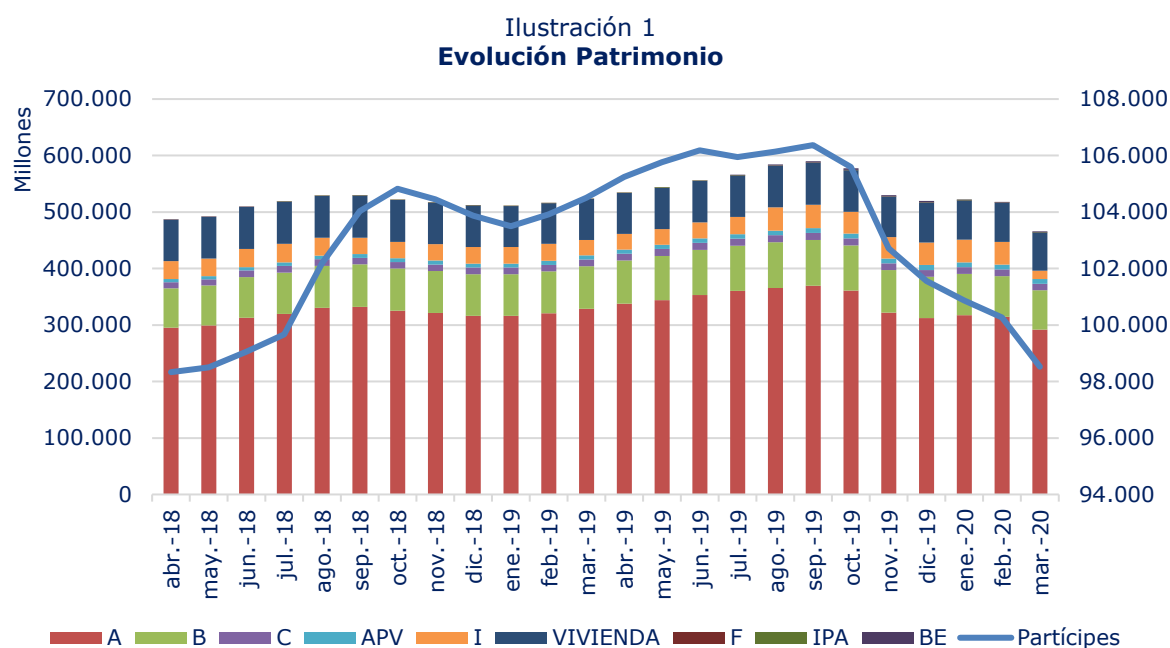
En opinión de **Humphreys**, el reglamento del **FM Protección**, medido en relación con el estándar de Chile, restringe de manera adecuada las operaciones adicionales que puede realizar el fondo. Sin embargo, respecto



con 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 clasificados en la familia de la “Categoría AA” o superior.

## Composición del fondo

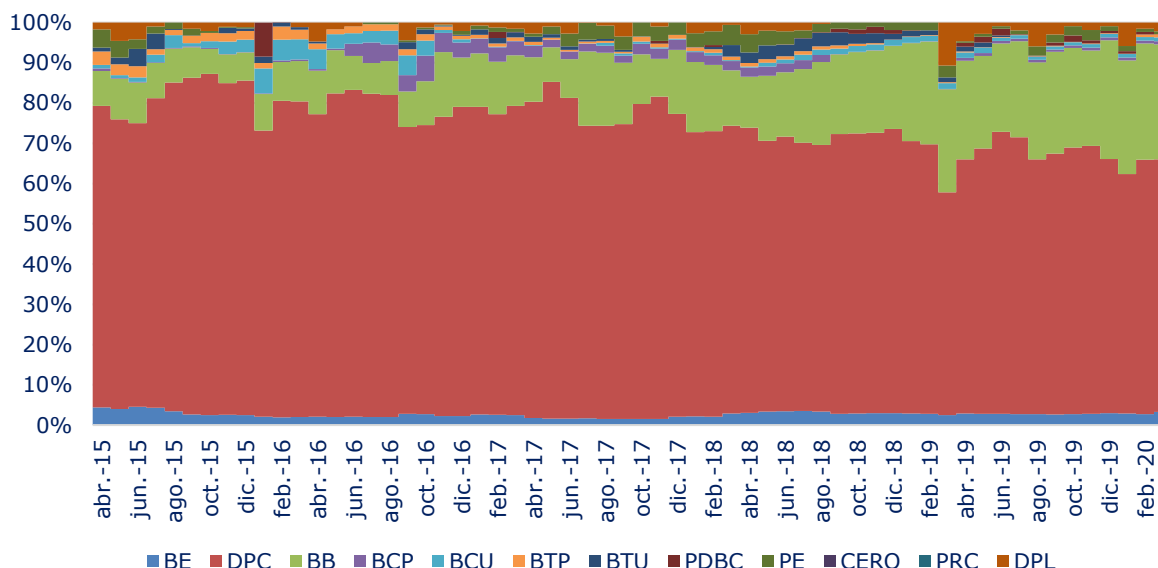
A marzo de 2020, el fondo, en sus distintas series, presentaba un tamaño de \$ 465.581 millones. Su patrimonio ha sido estable en los últimos dos años alcanzando su máximo en septiembre de 2019. La serie más relevante a marzo de 2020 es la B, la cual comprende un patrimonio equivalente al 62,7% del patrimonio total. La Ilustración 1 presenta la evolución del patrimonio administrado junto con el número de aportantes.



Al analizar la evolución del valor del fondo en términos de capital, se observa que ha mantenido su participación relativa dentro del total de fondos mutuos tipo 2 gestionado por la AGF, llegando en marzo de 2020 a un 94,5% y a un 16,9% si se incluyen todos los fondos administrados por la AGF. Dentro del mercado general de fondos mutuos, **FM Protección** representa un 1,2% del mercado.

En términos de activos, el fondo está constituido principalmente por depósitos a plazo fijo con vencimiento a corto plazo, lo que representaba un 62,65% de la cartera a marzo de 2020. La siguiente ilustración muestra la evolución en la composición de la cartera del fondo.

Ilustración 2  
**Distribución de Cartera por Activo**



## Manejo de conflictos de interés

Los eventuales conflictos de interés que pudieren afectar al fondo se encuentran acotados por las disposiciones legales que rigen a este tipo de negocio, por las restricciones estipuladas en el reglamento interno y por las políticas internas aplicadas por BancoEstado 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 está a cargo de controlar el cumplimiento de las normas vinculadas a este tipo de materias, entre otras atribuciones.

Para efectos del tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora, Banco Estado AGF posee el “Manual de Tratamiento y Solución de los Conflictos de Interés”, en adelante el Manual, el cual tiene como fin establecer las políticas, normas, procedimientos y pautas de comportamiento internas, en relación al manejo y divulgación de la información que pudieran afectar los precios de los valores de oferta pública emitidos por la AGF.

De forma complementaria, el Banco Estado cuenta con un “Manual de Ética” que, alineado con el Manual antes referido, establece la conducta que debiese tener su personal frente a asuntos que podrían dañar la imagen del banco. Este manual posee principios de reflexión, criterios de juicio y directrices de acciones, lo cual orienta al trabajador.

Existe un encargado de cumplimiento de la AGF, que es la persona responsable de la supervisión del cumplimiento de las normas y procedimientos contenidos en el manual.

Con respecto a las personas afectas, se señala que deben informar por escrito al Oficial de Cumplimiento de la AGF, con copia al Director de Cumplimiento y Seguridad Operacional Corporativo del Banco Estado, todas las transacciones de valores de oferta pública, dentro de las 24 horas siguientes a la fecha de la operación. Además, deben atender de forma diligente las solicitudes requeridas, tanto del Oficial de Cumplimiento de la AGF como del Director de Cumplimiento y Seguridad Operacional Corporativo del Banco del Estado de Chile.

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

Como se muestra en la Tabla 3, la remuneración de la administradora oscila entre 1,785% anual (IVA incluido) para la serie C y 0,120% (IVA incluido) para la serie F (dirigidas a fondos de pensiones), exceptuando la serie BE con 0,0000%, la que se aplica al monto que resulte de agregar al valor neto diario antes de remuneración los rescates que corresponda liquidar ese día, es decir, aquellos solicitados antes del cierre de operaciones.

Respecto de otros cobros, los aportes efectuados en el fondo representativos de cuotas de las series A, B y C estarán afectos a una comisión de colocación diferida al rescate. Esta comisión se cobrará al momento del rescate, sobre el monto original del aporte a la serie, en función de su permanencia. Aquellos aportes con una permanencia de hasta 29 días se les cobra una comisión de rescate de 0,0595% (IVA incluido), quedando libre de cobro un 25% del aporte. En tanto, los aportes con permanencia sobre los 30 días no se les cobra comisión por rescate.

Según información entregada por la CMF, entre enero y marzo de 2020, el fondo remuneró a la AGF con \$ 1.018 millones.

Tabla 3  
**Remuneración de cargo al fondo**

Serie	Requisito de ingreso	Fija (anual Hasta)	IVA	Comisión
I	Aportes y saldos $\geq$ \$1.000 MM	0,714%	Incluido	No aplica
A	$\$5 \text{ MM} \leq$ Aportes y saldo $\leq$ \$1.000 MM	0,833%	Incluido	Rescate
B	$\$500 \text{ M} \leq$ Aportes y saldo $\leq$ \$5 MM	1,309%	Incluido	Rescate
C	Aportes y saldos $\leq$ \$500 M	1,785%	Incluido	Rescate
F	Aportes de participantes que sean AFP o por AGF cuyos montos sean $\geq$ \$1.000 MM	0,120%	Incluido	No aplica
APV	Aportes en calidad de APV	1,000%	Exenta	No aplica
IPA	Aportes de planes de inversiones periódicas mensuales cuyos montos sean iguales o superiores a \$5 M e iguales o inferiores a \$1 MM	1,000%	Incluido	No aplica
BE	Aportes efectuados desde otros fondos BancoEstado	0,000%	Incluido	No aplica
Vivienda	Aportes efectuados por instituciones autorizadas para mantener cuentas de ahorro para el arrendamiento de vivienda con promesa de compraventa, por monto $\geq$ a \$1 MM.	0,400%	Exenta	No aplica

## Política de endeudamiento

El reglamento interno del fondo establece que el fondo podrá celebrar contratos de derivados con la finalidad de cobertura de los riesgos asociados a sus inversiones. Para ello, el plazo de los contratos de derivados no podrá superar los 365 días y deberá representar como máximo un 20% del patrimonio del fondo.

Entre el 31 de diciembre de 2016 y la fecha de evaluación, el fondo no ha efectuado inversiones en instrumentos derivados.

## Comportamiento del fondo y las cuotas

### Rentabilidad de las cuotas

La rentabilidad del **FM Protección**—medido como la variación del valor cuota—para los últimos doce meses alcanzó un valor de 3,81% para serie F, mientras que las series A, B, C, APV, I y IPA rentaron 3,08%, 2,59%, 2,10%, 2,90%, 3,57% y 2,90%, respectivamente. Por otro lado, en el mismo plazo, la rentabilidad media de la Tasa Interbancaria Promedio para las operaciones mayores a 90 días y menores a un año ascendió a 2,42%, mientras que el mercado comparable de los fondos mutuos tipo 2 en moneda nacional rentó un 2,82%.

La *Ilustración 3* muestra la evolución en la rentabilidad nominal del fondo, rendimiento de la TIP y el mercado de fondos tipo 2 en moneda nacional (CLP) en los últimos 24 meses. Además, la *Tabla 4* muestra la rentabilidad mensual y anualizada de las series, junto con su volatilidad.

Ilustración 3  
Evolución valor cuota (base 100)

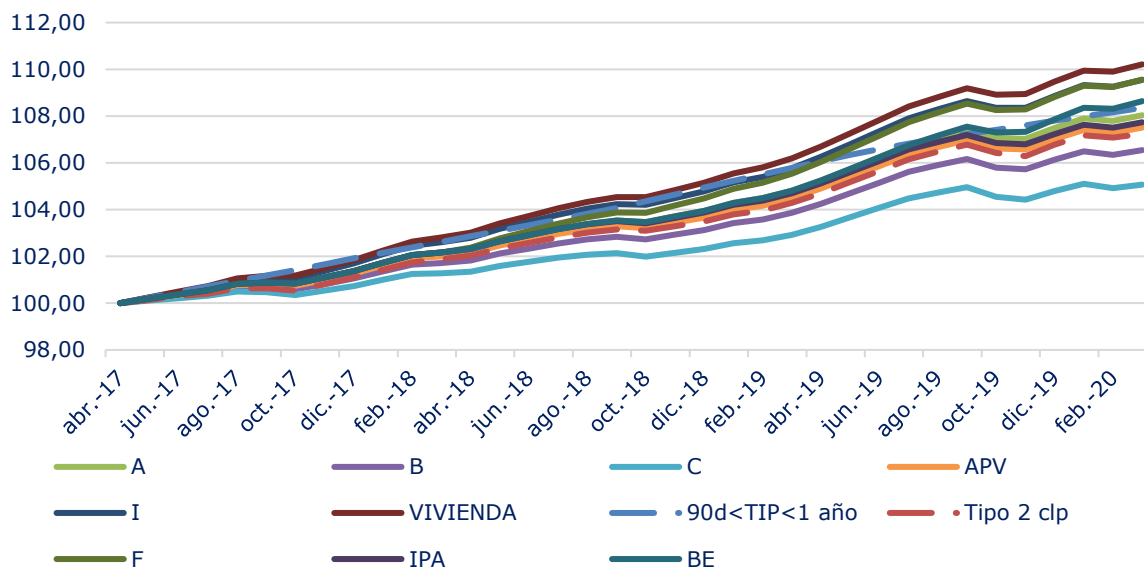


Tabla 4  
Rentabilidad de las series del fondo en base a la variación del valor cuota

	Rentabilidades										
	A	B	C	APV	I	Vivienda	F	IPA	BE	TIP	FM Tipo 2
Rentabilidad mes actual	0,23%	0,19%	0,15%	0,22%	0,27%	0,29%	0,29%	0,22%	0,30%	0,17%	0,14%
Rentabilidad mes anterior	-0,10%	-0,14%	-0,18%	-0,12%	-0,07%	-0,05%	-0,05%	-0,12%	-0,04%	0,17%	-0,08%
Últimos seis meses	0,10%	0,06%	0,02%	0,08%	0,14%	0,16%	0,16%	0,08%	0,17%	0,17%	0,07%
Últimos 12 meses	0,25%	0,21%	0,17%	0,24%	0,29%	--	0,31%	0,24%	--	0,20%	0,23%
Rentabilidad YTD 2018	0,71%	0,59%	0,47%	0,66%	0,83%	0,88%	0,89%	0,66%	0,92%	1,43%	1,02%
Des Est (24 meses)	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,19%	0,21%	0,25%	0,04%	0,20%
Promedio (24 meses)	0,23%	0,19%	0,15%	0,21%	0,27%	0,28%	0,29%	0,22%	0,22%	0,23%	0,22%
C. Variación (24 meses)	0,76	0,93	1,18	0,81	0,65	0,61	0,66	0,96	1,13	0,18	0,93
	Rentabilidades anualizadas										
	A	B	C	APV	I	Vivienda	F	IPA	BE	TIP	FM Tipo 2
Rentabilidad mes actual	2,80%	2,30%	1,81%	2,62%	3,30%	3,52%	3,55%	2,62%	3,68%	2,11%	1,67%
Rentabilidad mes anterior	-1,23%	-1,68%	-2,13%	-1,39%	-0,78%	-0,59%	-0,56%	-1,39%	-0,45%	2,06%	-1,00%
Últimos seis meses	1,19%	0,71%	0,23%	1,02%	1,67%	1,88%	1,91%	1,02%	2,04%	2,11%	0,86%
Últimos 12 meses	3,08%	2,59%	2,10%	2,90%	3,57%	--	3,82%	2,90%	--	2,42%	2,82%
Rentabilidad YTD 2018	2,86%	2,37%	1,88%	2,69%	3,35%	3,56%	3,59%	2,69%	3,71%	5,84%	4,14%
Promedio (36 meses)	2,74%	2,25%	1,77%	2,57%	3,23%	3,44%	3,56%	2,63%	2,67%	2,75%	2,63%

## 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° 20.712, 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 CMF deberá establecer en cada situación las condiciones y plazos en que deberá procederse a la regularización de los límites, 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 (hasta un 20% del activo total), el fondo ha cumplido con los límites impuestos. En marzo de 2020, la principal inversión del fondo representaba el 14,1% del portafolio, en tanto los ocho principales emisores concentraron el 74,4% de la cartera, tal como muestra la Tabla 5.

Tabla 5  
Mayores emisores del fondo

Institución	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
Banco de Chile	8,06%	9,97%	6,63%	8,34%	13,30%	8,48%	14,14%
Consorcio	2,92%		8,99%	8,49%	13,10%	12,86%	13,20%
Scotiabank	8,13%	15,04%	12,02%	13,12%	12,95%	9,29%	9,34%
Itaú Corpbanca	14,85%	17,61%	8,85%	9,62%	1,16%	7,27%	9,10%
Banco BTG Pactual Chile				3,25%	4,16%	9,36%	9,06%
Internacional	1,88%	1,71%	4,93%	5,00%	5,40%	13,59%	9,03%
Banco Ripley	3,00%	1,91%	4,98%	4,90%	0,52%	7,23%	5,49%
Security	8,48%	9,93%	7,01%	8,28%	2,96%	3,69%	4,99%
<b>Subtotal</b>	<b>47,33%</b>	<b>56,16%</b>	<b>53,40%</b>	<b>60,99%</b>	<b>53,54%</b>	<b>71,76%</b>	<b>74,35%</b>
<b>Ocho mayores emisores</b>	<b>66,64%</b>	<b>82,40%</b>	<b>69,15%</b>	<b>69,96%</b>	<b>77,92%</b>	<b>75,04%</b>	<b>74,35%</b>

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

## Liquidez del fondo y las cuotas

A la fecha de clasificación, la cartera de inversión está conformada principalmente por depósitos a plazo fijo con vencimiento de corto plazo (62,65% a marzo de 2020) y en menor medida por bonos bancarios (28,50%). Los instrumentos de deuda del fondo cuentan con un mercado secundario, lo que convierte al **FM Protección** en un fondo con adecuada liquidez, en particular en lo referido a la alta capacidad para enajenar los instrumentos de corto plazo. Durante los últimos 24 meses, el máximo retiro ascendió a un 5,4% del patrimonio neto a esa fecha.

El reglamento interno del fondo establece que los rescates son pagados mediante efectivo, transferencia bancaria, vale vista o abono a la cuenta corriente. El fondo no contempla excepciones para rescates de montos significativos, por lo que en toda situación se pagan dentro de un día hábil bancario, contado desde la fecha de presentación de la solicitud de rescate o la fecha en que se dé curso a este en caso de ser programado.

El pago de los rescates se hace en pesos de Chile, principal moneda de inversión del fondo.

Los aportantes, 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 (existe una salvedad, pero su importancia relativa no es excesiva y, de materializarse el retiro, es susceptible de ser administrada). Al cierre de diciembre de 2019, el fondo contaba con 101.557 partícipes y el principal representaba un 13,56% del fondo (los diez principales representaron un 21,93%). A continuación, se presenta la incidencia de los principales aportantes del fondo:

Tabla 6  
**Principales aportantes del fondo**

Peso relativo aportantes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	abr-20
1º	18,83%	16,69%	14,40%	13,56%	14,85%
2º	0,73%	0,61%	4,51%	4,92%	2,20%
3º	0,35%	0,56%	0,41%	1,94%	0,59%
4º	0,29%	0,46%	0,35%	0,52%	0,15%
5º	0,27%	0,24%	0,21%	0,33%	0,15%
6º	0,26%	0,23%	0,18%	0,23%	0,14%
7º	0,26%	0,23%	0,18%	0,14%	0,13%
8º	0,18%	0,19%	0,15%	0,12%	0,11%
9º	0,13%	0,16%	0,12%	0,10%	0,10%
10º	0,12%	0,14%	0,09%	0,09%	0,10%
<b>Total</b>	<b>21,42%</b>	<b>19,51%</b>	<b>20,59%</b>	<b>21,93%</b>	<b>18,52%</b>

## Valorización de las inversiones

El reglamento interno de **FM Protección** expresa que las cuotas del fondo se valorizan diariamente y según la legislación vigente.

De acuerdo a las disposiciones contenidas en la Circular N°1997, toda la información de los estados financieros de los fondos mutuos debe hacerse en base a las normas internacionales de contabilidad (NIC, IAS según sus siglas en inglés) y Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF, IFRS en sus siglas en inglés) y sus correspondientes interpretaciones, en adelante IFRS, emitidas por el *International Accounting Standards Board* (IASB), lo que implica que toda valorización de los activos presentes

en las carteras de los fondos mutuos debe seguir los criterios e interpretaciones de IFRS, además de las normas y circulares vigentes emitidas por la CMF.

Según lo establecido en normativa vigente IFRS los activos financieros deben ser valorados a “valor razonable”, definido como la cantidad por la que puede ser intercambiado un activo o cancelado un pasivo entre un comprador y un vendedor interesados y debidamente informados, en condiciones de independencia mutua.

Para determinar la valorización y como lo dicta la Norma de Carácter General N°376 de 2015 emitida por la CMF, la administradora debe contar con una fuente de información periódica de precios. Además, dicha periodicidad deberá guardar relación directa con el plazo de rescate de cada fondo en particular y la fuente de precios debe dar garantías respecto a su independencia y fiabilidad.

Hay que mencionar que en lo relativo a la valorización de instrumentos de renta fija de largo plazo, se utiliza *RiskAmerica*<sup>3</sup>, entidad independiente que entrega el precio de mercado de los instrumentos anteriormente señalados. Dicho servicio es un estándar de valorización en la industria de fondos mutuos. Se reconoce que la eventual baja liquidez de algunos títulos de deuda podría afectar la representatividad de los precios y, por ende, la valorización de las cuotas.

El modelo de valorización utilizado por *RiskAmerica* toma en consideración:

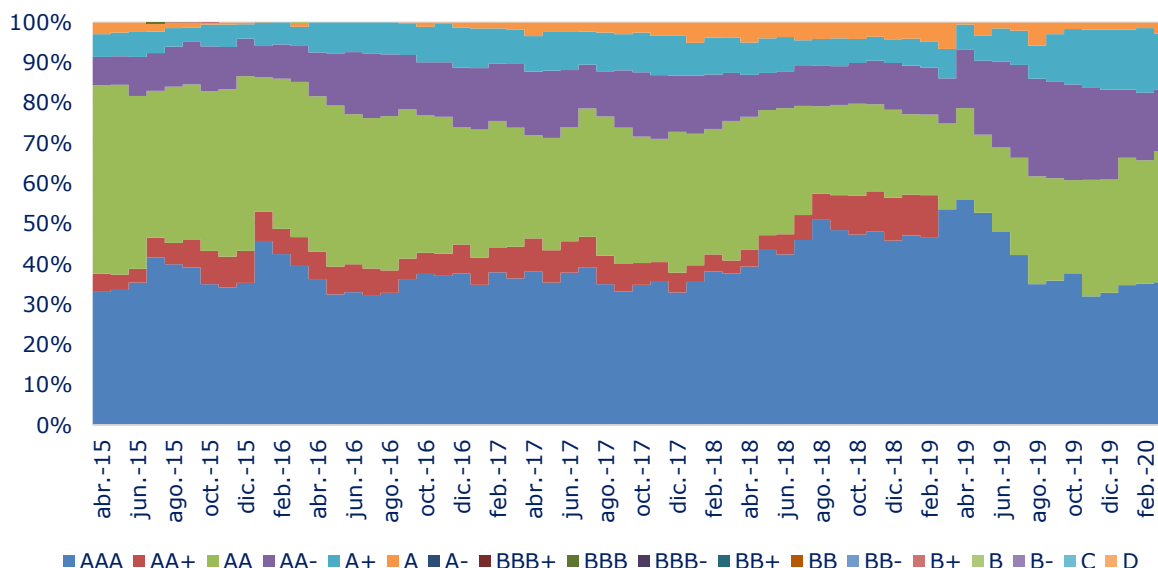
- El precio observado en el mercado de los instrumentos financieros ya sea derivado a partir de observaciones o modelaciones.
- El riesgo de crédito presentado por el emisor de un instrumento de deuda.
- Las condiciones de liquidez y profundidad de los mercados correspondientes.

## **Pérdida esperada**

Para analizar a través del tiempo el cambio en el riesgo crediticio de la cartera, la Ilustración 4 muestra la composición de la misma en relación al *rating* asociado a cada emisor, en la cual se puede apreciar que se ha privilegiado emisores clasificados en “*Categoría AAA*” y “*Categoría AA*”, los que a marzo de 2020 representaban un 35,44% y 32,48%, respectivamente.



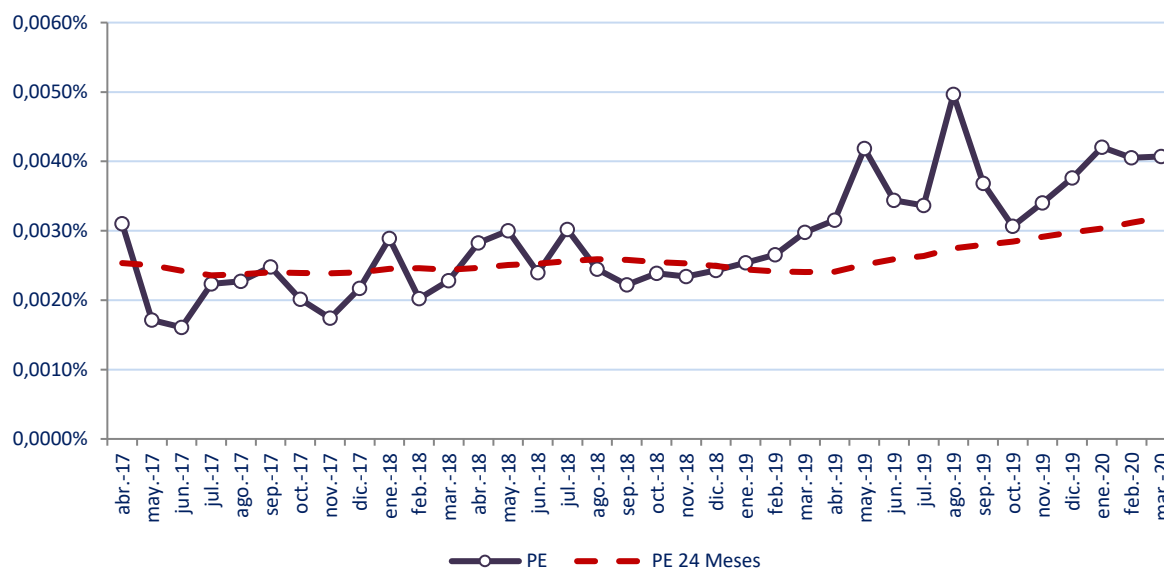
Ilustración 4  
**Clasificación de riesgo por emisores**



Dado que la estructura del portafolio de inversiones se concentra, mayoritariamente, en instrumentos cuyos emisores son clasificados en “Categoría AA-” o superior, se puede presumir que su cartera presenta un bajo riesgo por *default*. Por lo tanto, el riesgo de deterioro es bajo en el valor del fondo por efecto de pérdidas en uno o más activos, debido a incumplimiento de los respectivos emisores.

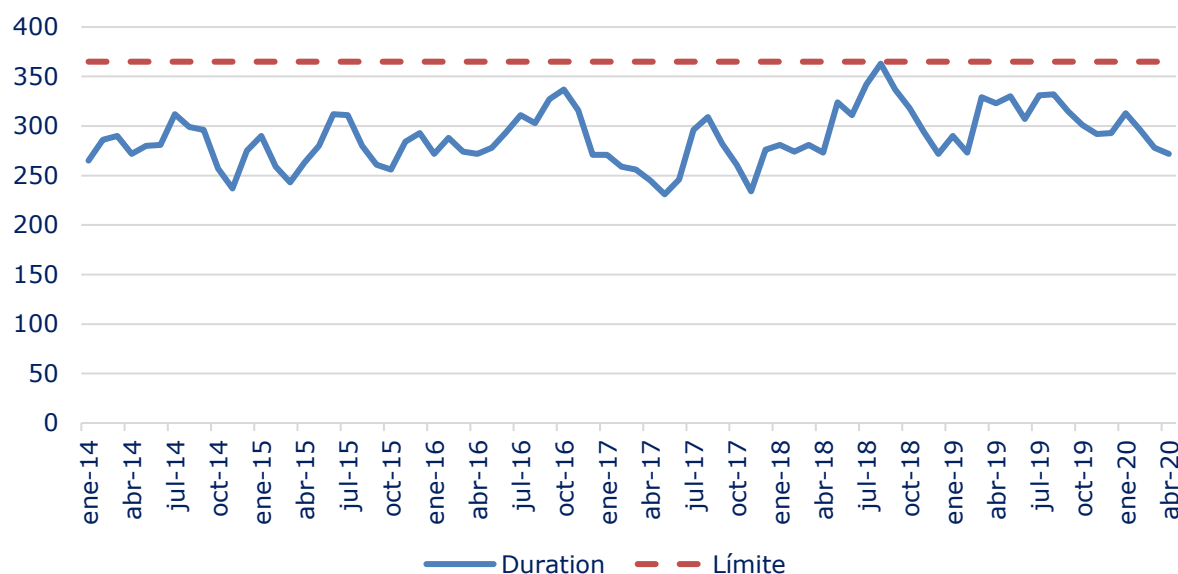
Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo a marzo de 2020, esta tendría—para un horizonte de doce meses—una pérdida esperada del orden del 0,004069%. Al analizar el desempeño del indicador de pérdida esperada de los últimos 24 meses, se observa que ha variado entre 0,002220% y 0,004964%, con un promedio en torno a 0,003191%, manteniéndose en línea con la clasificación asignada. La Ilustración 5 muestra gráficamente la evolución que ha experimentado el indicador para la cartera de este fondo:

Ilustración 5  
**FM Protección BancoEstado**



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 310 días para los últimos 24 meses en abril 2020) y en títulos que devengan tasa de interés fija. La mayor parte de las inversiones del fondo se encuentran expresadas en pesos, con una importancia relativa de un 63,45%, por lo que el riesgo de mercado se encuentra acotado.

Ilustración 6  
**Duration de los activos del fondo**



*"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 Comisión para el Mercado Financiero 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

### Instrumentos de inversión

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

Tipo de Instrumento	Mínimo	Máximo
<b>Instrumentos de deuda</b>	<b>70%</b>	<b>100%</b>
Instrumentos emitidos o garantizados por el Estado o el Banco Central de Chile.	0%	100%
Instrumentos emitidos o garantizados por bancos extranjeros que operen en el país	0%	100%
Instrumentos emitidos o garantizados por bancos e instituciones financieras nacionales.	0%	100%
Instrumentos inscritos en el Registro de Valores, emitidos por la Corporación de Fomento de la Producción, sus filiales, empresas fiscales, semifiscales, de administración autónoma y descentralizada, empresas multinacionales, sociedades anónimas, u otras entidades inscritas en el mismo registro.	0%	100%
Títulos de deuda de securitización correspondiente a la suma de los patrimonios de los referidos en el Título XVIII de la Ley N° 18.045, que cumplan los requisitos establecidos por la Comisión para el Mercado Financiero	0%	25%
Otros valores de oferta pública, de deuda, que autorice la Comisión para el Mercado Financiero	0%	100%

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

- Límite máximo de inversión por emisor: 20% del activo del Fondo.
- Límite máximo de inversión en títulos de deuda de securitización correspondientes a un patrimonio de los referidos en el Título XVIII de la Ley N° 18.045, que cumplan los requisitos establecidos por la Comisión para el Mercado Financiero: 25% del activo del fondo.
- Límite máximo de inversión por grupo empresarial y sus personas relacionadas: 30% del activo del Fondo.

## Anexo N°2

### Contrato de derivados

Los instrumentos que conforman la cartera de inversiones del Fondo se presentan valorizados al valor de mercado resultante de actualizar el o los pagos futuros de cada instrumento, considerando como tasa de descuento, aquella proveniente de la aplicación del modelo o metodología de valorización autorizado por la CMF.

Los instrumentos de derivados listados en bolsas de valores serán valorizados diariamente al precio disponible más reciente, mientras que los instrumentos derivados que no se encuentren listados en bolsas de valores serán valorizados diariamente a valor razonable de acuerdo al precio que podría ser negociado o liquidado. En caso de que no se disponga de información observada en mercados, los derivados se valorizarán utilizando modelos desarrollados por terceros de acuerdo a las prácticas y acuerdos de la industria. Lo anterior, sujetándose en todo caso, a las disposiciones normativas impartidas por la CMF.

La información de precios y tasas es proporcionada por un proveedor externo independiente.