



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde envío Anterior

A n a l i s t a

Eduardo Valdés S.

Tel. (56) 22433 5200

eduardo.valdes@humphreys.cl

Fondo Mutuo Corporate Dollar

Agosto 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	AAfm
Riesgo de mercado	M1
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Diciembre de 2015 ¹
Administradora	Banchile Administradora General de Fondos S.A.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Fondo Mutuo Corporate Dollar (FM Corporate Dollar) comenzó sus operaciones en octubre de 2002, 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 fondo tiene como objetivo ser una alternativa de inversión para aquellas personas naturales y jurídicas interesadas en realizar operaciones financieras de corto plazo, a través de un fondo -con duración promedio no superior a 90 días- cuya cartera esté compuesta, en su mayoría, por instrumentos emitidos por instituciones que participan en mercados de capitales nacionales y extranjeros. Al menos el 60% de los activos del fondo deben estar expresados en dólares.

Para lo anterior, en la práctica se invierte principalmente en instrumentos de deuda de emisores nacionales de corto plazo en dólares, conformando con ello una cartera de duración menor o igual a 90 días. A junio de 2016, su patrimonio ascendía a US\$ 907 millones y en los últimos doce meses ha fluctuado entre US\$ 658 y US\$ 1.012 millones.

Entre las fortalezas del **FM Corporate Dollar** 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, según los antecedentes históricos, a instrumentos de bajo riesgo crediticio y elevada liquidez. El reducido nivel de riesgo de la cartera, según la metodología de la clasificadora, se sustenta en el bajo y estable indicador de pérdida esperada, que ha alcanzado el fondo en los últimos dos años (promedio 0,00114% de acuerdo a la última medición con horizonte de tiempo a un año). Lo anterior, se asocia principalmente a una política de inversiones históricamente conservadora y consistente.

Adicionalmente, la clasificación de las cuotas incorpora la administración de Banchile como un factor positivo, ya que posee una muy alta capacidad de gestión en cuanto a su habilidad para administrar fondos, así como para gestionar y resolver los eventuales conflictos de interés que se presenten entre fondos y/o entre sus

¹ Corresponden a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la SVS al cierre de junio de 2016 (cartera de inversiones, valores cuota).

clientes con la administradora y con otras líneas de negocio relacionadas a Banchile; existiendo un manual interno que rige el accionar y la operatividad en caso de manifestarse aquellos conflictos. En paralelo, también como elemento positivo, la evaluación considera la alta representatividad del valor de las cuotas, reflejando adecuadamente el precio de mercado de los activos que conforman el fondo.

Sin perjuicio de las fortalezas aludidas, la clasificación de riesgo se encuentra limitada 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, lo cual se asocia con un deterioro potencial en el riesgo del fondo. No obstante, si bien existe amplitud en cuanto a los activos objeto de inversión, hay que destacar que es una situación transversal a la industria de fondos mutuos en Chile. Otro elemento restrictivo vinculado al reglamento dice relación con la posibilidad que se entrega a la realización de operaciones adicionales (contrato de derivados y adquisición de instrumentos con retroventa).

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 Corporate Dollar**.

La clasificación de riesgo de mercado corresponde a *M1*², puesto que el fondo consistentemente ha presentado una baja exposición de mercado en el tiempo, 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). Esto se relaciona con una cartera de corto plazo y expresada principalmente en dólares (96% a junio de 2016), y con un promedio de inversión en pesos³ en torno al 0,3% para los últimos doce meses (se debe considerar que las cuotas se expresan en dólares). Dado la corta duración de los instrumentos, existe una baja exposición a variaciones en la tasa de interés.

Históricamente el fondo ha sobrepasado el margen máximo por emisor que se establece en el reglamento interno⁴. 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.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se califica "*Estable*"⁵, 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.

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

³ Las inversiones en pesos contemplan operaciones de compra con retroventa, avaladas por el reglamento interno del fondo.

⁴ 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.

⁵ Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Resumen Fundamentos Clasificación (No considera riesgo de Mercado)

Fortalezas centrales

- Comportamiento del fondo: con capacidad de entregar un instrumento con muy bajo riesgo crediticio.
- 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).
- Baja rentabilidad comparativa.

Consideraciones Comisión Clasificadora de Riesgo

Acuerdo N°31	Referencia
Claridad y precisión de los objetivos del fondo: ver 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 conflictos de interés Manejo de conflictos de interés
Idoneidad y experiencia de la administración y la administradora.	Fundamento de la clasificación
Política de inversión	Objetivos del fondo
Concentración por emisor y grupo empresarial	Objetivos del fondo
Endeudamiento	Política de endeudamiento
Valoración de las inversiones.	Valorización de las cuotas

Definición categoría de riesgo

Categoría AAfm

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

Categoría M1

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

Antecedentes generales

Administración del fondo

FM Corporate Dollar 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 junio de 2016 exhibía un patrimonio de US\$ 4.220 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 Citigroup Inc., una de las empresas de servicios financieros más grandes del mundo, con quienes tienen una cuerdo 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 junio de 2016 Banchile AGF gestionaba 79 fondos mutuos, con un patrimonio administrado de US\$ 9.117 millones, cifra que lo posicionaba en el primer lugar de la industria con una participación de mercado de 21,4%.

A esa fecha, los fondos de deuda menor a 90 días representaban el 41% de los fondos mutuos administrados por la AGF, con un patrimonio administrado de US\$ 3.718 millones, el mayor patrimonio dentro de ese segmento, equivalente al 23,1% 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	40,78%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	6,77%
Mediano y largo plazo	42,30%
Mixto	3,54%
Capitalización	5,44%
Libre inversión	0,25%
Estructurados	0,48%
Calificados	0,44%

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

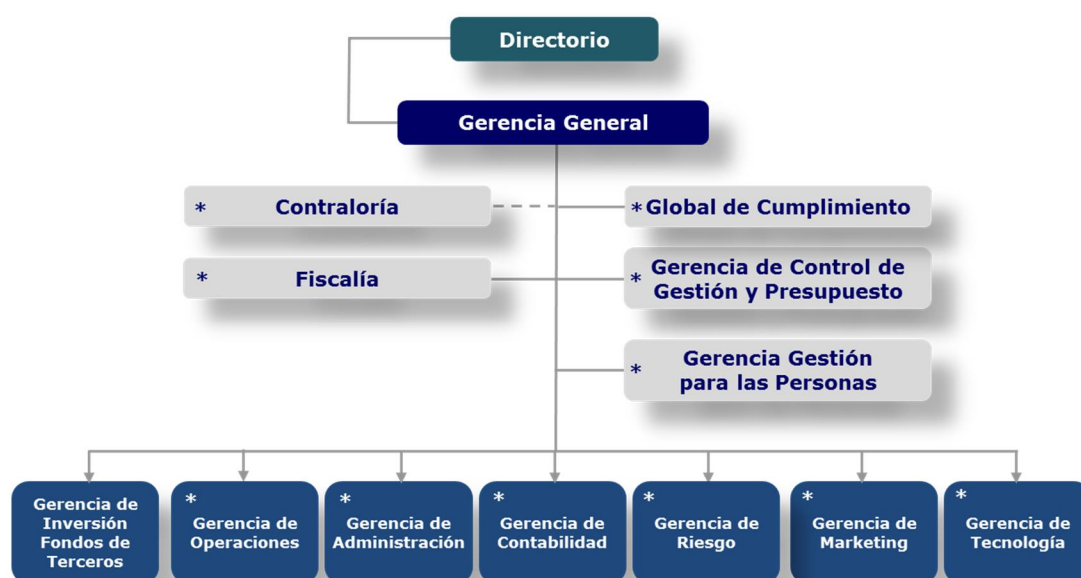
Nombre	Cargo
Pablo Granifo Lavín	Director
Joaquín Contardo Silva	Director
Jorge Ergas Heymann	Director
Eduardo Ebensperger Orrego	Director
Nicolás Luksic Puga	Director
Andrés Lagos Vicuña	Gerente General

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), donde se encuentra un análisis detallado en el Informe de Clasificación de Banchile AGF.

Fondo y cuotas del fondo

Objetivos del fondo

De acuerdo con lo señalado en el reglamento interno, la política de inversiones tiene como propósito la adquisición de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, manteniendo en todo momento una cartera de activos con una duración máxima de 90 días. La moneda de inversión del fondo es el dólar de Estados Unidos, pudiéndose conformar un portafolio diversificado en términos de países, según las posibilidades que otorga su reglamento.

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

- Invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo.
- Una duración máxima de la cartera de 90 días.
- Invertir en valores cuya clasificación equivalga a "BBB", "N-3", o superiores, de emisores nacionales.
- Invertir en valores emitidos o garantizados por un Estado extranjero o Banco Central, cuya clasificación soberana de riesgo equivalga al menos a categoría BBB.
- Invertir y/o mantener como disponible hasta 100% en las monedas indicadas en el Anexo N°4.
- Mantener un mínimo del 60% de su activo en disponible e inversiones expresado en moneda dólar de los Estados Unidos.

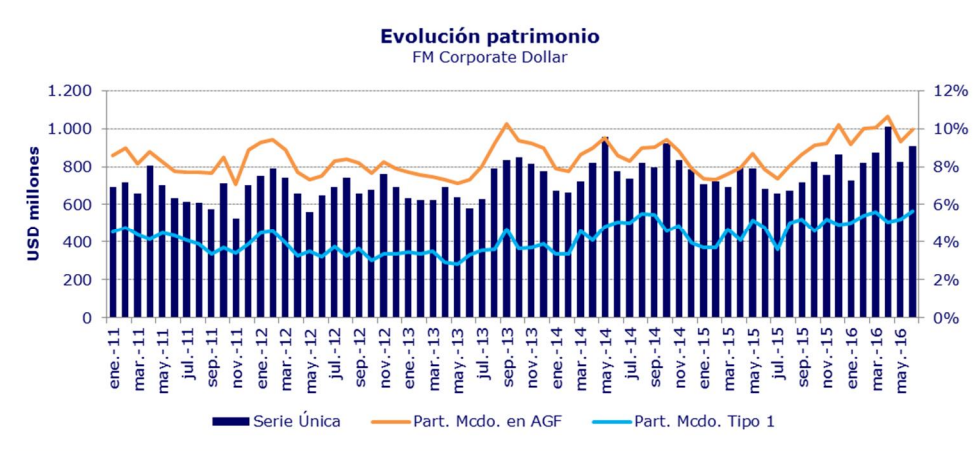
Cabe mencionar que el fondo no podrá invertir más del 50% de su activo en valores que no cumplan con los requisitos de liquidez y profundidad que requiera la Superintendencia de Valores y Seguros, establecidos en la Norma de Carácter General N° 376 de la SVS, o aquella que la modifique o remplace.

En la práctica, el **FM Corporate Dollar** ha presentado una cartera de inversión conformada en su mayoría por depósitos bancarios de corto plazo y en menor medida, bonos de la Tesorería General de la República (97% de depósitos a plazo como promedio últimos doce meses). La mayor parte de los instrumentos han sido emitidos por instituciones que cuentan con una clasificación de riesgo de largo plazo catalogada en "Categoría AA-" o superior (en junio de 2016, el 84,8% de los instrumentos alcanzaban esas categorías), lo que está substancialmente por sobre de las exigencias mínimas establecidas en su reglamento. La cartera ha cumplido además con la duración permitida –manifestado en un *duration* promedio de 46 días para los últimos doce meses- y las restricciones de moneda estipuladas, esto último reflejado en que a junio de 2016, el 95,6% de su cartera invertida se encontraba expresada en la moneda funcional del fondo.

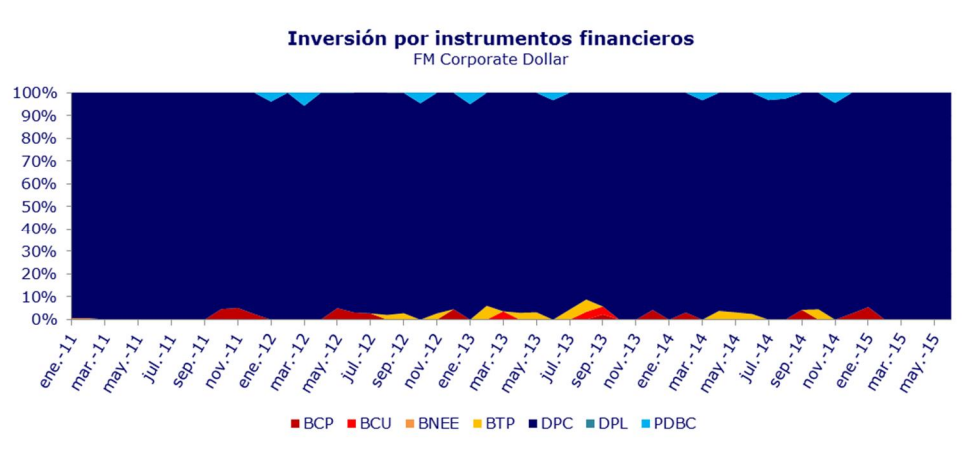
Composición del fondo

Actualmente, el fondo cuenta con una serie única de cuotas. Al 30 de junio de 2016, el fondo presentaba un tamaño de US\$ 907 millones, mostrando en términos generales, un monto estable, en torno a US\$ 805 millones (promedio de los últimos doce meses). Cabe mencionar que este valor es superior al promedio alcanzado entre julio de 2014 y junio de 2015, donde fue de US\$ 774 millones.

El siguiente gráfico muestra el comportamiento del patrimonio del fondo:



En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a depósitos a plazo de bancos locales. El cuadro siguiente muestra la composición de las inversiones:



Cuadro N°4: Composición cartera.

Instrumento	Promedio anual					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
BCP : Bonos Banco Central en pesos	3,78%	3,72%	3,06%	3,24%	5,35%	
BCU : Bonos Banco Central en UF			3,41%			
BNEE : Bonos bancos nacionales emitidos en el extranjero	0,64%					
BTP : Bonos Tesorería General de la República en pesos		2,48%	4,26%	3,38%	2,72%	1,21%
DPC : Depósitos a corto plazo	90,02%	93,23%	92,89%	93,85%	96,31%	96,67%
DPL : Depósitos a largo plazo		0,02%				
PDBC : Pagarés descontables Banco Central de Chile		3,38%	4,00%	3,27%		

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), desde 2015 a la fecha, sólo en una oportunidad el fondo sobrepasó 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 que cobra la administradora por sus servicios es de hasta 0,952% anual (IVA incluido) para su serie única. Este cobro por servicios se aplica al monto que resulta de agregar al valor neto diario de la serie antes de remuneración, los rescates que corresponda liquidar en el día, esto es, aquellos solicitados antes del cierre de las operaciones. Por su parte, el monto recibido por concepto de aportes de la serie, realizados con anterioridad a dicho cierre, se considera también afecto a remuneración. Adicionalmente, a contar de enero de 2012, se contempla el pago de una comisión en función del plan contratado y la permanencia en el mismo, no existiendo el cobro por este ítem para los partícipes suscritos al plan normal, mientras que para aquellos que integren el plan familia de fondos dólares, se aplica una comisión de rescate

de 2,38%, en el caso de que la permanencia sea menor o igual a 88 días, y cero si mantienen sus cuotas por un plazo superior:

Según información entregada por la administradora, durante el primer semestre de 2016, el fondo recaudó US\$ 1.786 mil por concepto de remuneración (US\$ 2.061 mil durante 2015).

Política de endeudamiento⁶

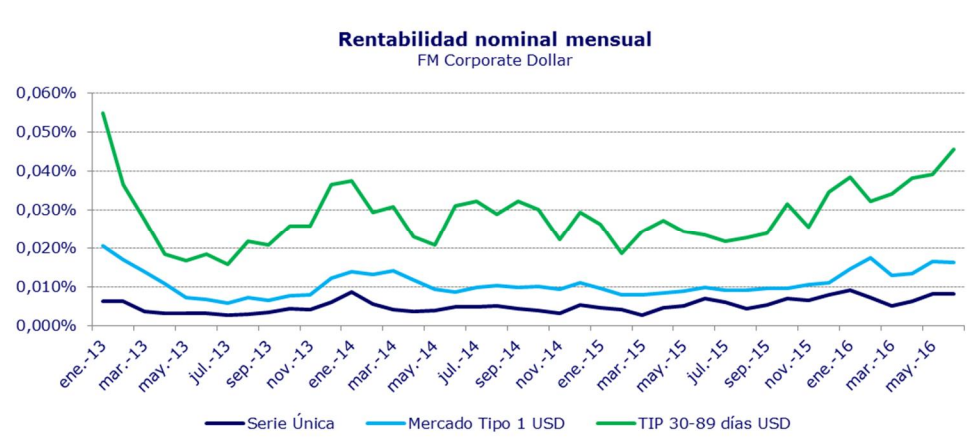
El reglamento interno del fondo señala que Banchile podrá acudir ocasionalmente a créditos bancarios de corto plazo, con un plazo de vencimiento de hasta 365 días y por una cifra equivalente al 20% del patrimonio del fondo, a cuenta del mismo, con el propósito de pagar rescates de cuotas y de realizar operaciones autorizadas por la SVS. De acuerdo a información entregada por la administradora al 30 de junio de 2016, el fondo no presentó obligaciones bancarias.

Comportamiento del fondo y las cuotas

Rentabilidad y riesgo

El promedio mensual de la rentabilidad del **FM Corporate Dollar** para los últimos 24 meses alcanza un valor de 0,006%, mientras que la rentabilidad media de la TIP 90 para operaciones en dólares (Tasa Interbancaria Promedio entre 30 y 89 días) para igual plazo, asciende a 0,029%. Por otra parte, se observa que en los últimos 24 meses el mercado comparable, fondos mutuos tipo I en dólares, han rentado un 0,011% mensual en promedio, cifra que está por sobre el desempeño de la serie única del fondo.

El gráfico que sigue muestra la evolución de la rentabilidad nominal de la serie única del fondo, junto con el comportamiento de los fondos tipo 1 en dólares y la TIP 90 para operaciones en dólares.



⁶ El reglamento interno no especifica los límites a los gravámenes que está sujeto el fondo.

A continuación se muestra un análisis del nivel y de la volatilidad de la rentabilidad para el **FM Corporate Dollar** en relación a todos los fondos tipo 1, los fondos tipo 1 equivalentes en dólares y la TIP 90 para operaciones en dólares (rentabilidades en base mensual):

Cuadro N°5: Rentabilidad mensual FM Corporate Dollar

FM Corporate Dollar	Serie Única	Mercado Tipo 1	Mercado Tipo 1 USD	TIP 30-90 días USD
Rentabilidad mes actual	0,008%	0,209%	0,016%	0,045%
Rentabilidad mes anterior	0,008%	0,223%	0,016%	0,039%
Últimos seis meses	0,007%	0,223%	0,015%	0,038%
Últimos 12 meses	0,007%	0,213%	0,013%	0,032%
Des Est (24 meses)	0,002%	0,017%	0,003%	0,007%
Promedio (24 meses)	0,006%	0,206%	0,011%	0,029%
C. Variación (24 meses)	0,29	0,08	0,25	0,22

Las rentabilidades anualizadas del fondo se presentan a continuación:

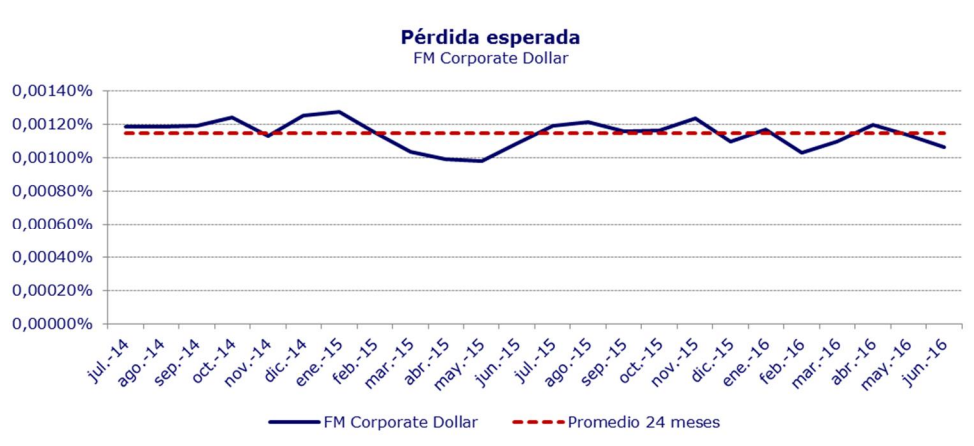
Cuadro N°6: Rentabilidad anual FM Corporate Dollar

FM Corporate Dollar	Serie A	Serie B	Mercado Tipo 1 CLP	TIP 30-90 días
Rentabilidad mes actual	0,098%	2,540%	0,196%	0,547%
Rentabilidad mes anterior	0,096%	2,704%	0,197%	0,469%
Últimos seis meses	0,088%	2,715%	0,182%	0,455%
Últimos 12 meses	0,081%	2,583%	0,150%	0,388%
Promedio (24 meses)	0,068%	2,502%	0,131%	0,354%

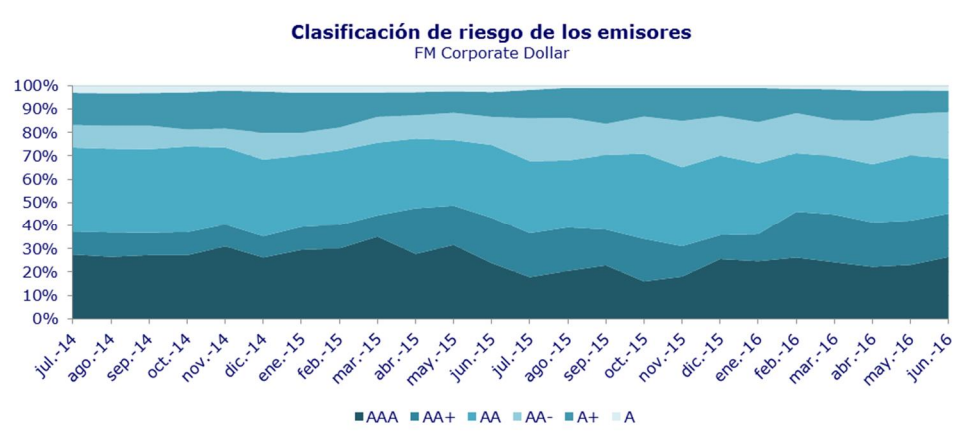
Pérdida esperada y riesgo

Dado que la estructura del portafolio de inversiones de **FM Corporate Dollar** se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría AA-" o superior (en junio de 2016 alcanzaron una concentración de 84,8%), es posible presumir que su cartera presenta un riesgo por *default* que puede considerarse 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 y considerando la conformación de la cartera del fondo, a junio de 2016 tendría una pérdida esperada del 0,00106% (horizonte de un año). Al analizar el desempeño del indicador de pérdida de los últimos dos años, se observa que se ha mantenido en torno al 0,00114% de acuerdo a la última medición, presentando un comportamiento más bien estable. 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 emisor⁷, apreciándose una adecuada estabilidad estratégica en términos de solvencia de emisores:



A partir del gráfico anterior, se aprecia una estructura de inversiones que privilegia emisores clasificados en “Categoría AA-” o superiores, que en junio de 2016 representaron el 84,8% del portafolio.

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.

⁷ De acuerdo a la última clasificación disponible.

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 20% del activo a partir de enero de 2015), desde la publicación de los nuevos límites, el fondo ha incumplido esta restricción en una sola ocasión oportunidad. Sin embargo, esta situación es transversal a la industria de fondos mutuos y, como se mencionó anteriormente, tiene el carácter de “pasivos”.

Como se pudo ver en el cuadro N°4, la cartera de inversiones está casi totalmente compuesta por depósitos a plazo nominales de bancos nacionales, los que presentan una baja diversificación por emisor. Tal como se ve a continuación, en junio de 2016, el 90,4% de las inversiones estuvo concentrada en ocho emisores.

Cuadro N°7: Mayores emisores del fondo

Institución	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
Security (AA-)	8,98%	9,57%	9,21%	11,08%	16,20%	18,96%
BCI (AA+)	8,91%	10,80%	8,85%	8,81%	9,88%	18,02%
BBVA (AA)	8,96%	7,60%	9,10%	9,56%	15,07%	15,75%
Scotiabank (AAA)	0,00%	3,95%	2,48%	1,27%	10,08%	12,88%
BancoEstado (AAA)	6,39%	5,04%	0,00%	5,72%	14,48%	9,19%
Consortio (A+)	8,87%	8,90%	7,39%	11,05%	11,48%	8,76%
Corpbanca (AA)	8,43%	8,35%	9,05%	8,62%	10,82%	3,75%
Banco Santander (AAA)	4,26%	6,58%	11,28%	11,07%	0,00%	3,13%
Sub-Total	54,80%	60,79%	57,36%	67,17%	88,01%	90,44%
Ocho mayores emisores	67,67%	69,60%	72,35%	73,90%	91,62%	90,44%

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

Cualquier partícipe tiene derecho, en cualquier momento del tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo, salvo que los rescates que hace un individuo representen un porcentaje igual o superior a 50% del valor del fondo, caso en el que se paga dentro del plazo de quince días hábiles bancarios, contados desde la fecha de presentación de la solicitud de rescate. El mismo procedimiento se utiliza para cuando la sumatoria de todos los rescates realizados un mismo día alcance un monto igual o superior a 50% del valor del patrimonio.

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 moderada 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

participe. A junio de 2016, el fondo contaba con más de 20.300 partícipes y su principal aportante representaba un 2,85% del fondo (los diez principales representaron un 15,68% de éste). A continuación se presenta la incidencia de los principales aportantes del fondo:

Cuadro N°8: Importancia de los mayores aportantes en el fondo

Peso relativo aportante	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
1°	7,12%	3,60%	4,11%	3,21%	5,22%	2,85%
2°	5,16%	3,33%	3,64%	2,82%	4,18%	2,62%
3°	4,92%	2,84%	2,85%	2,79%	3,80%	2,16%
4°	4,91%	2,45%	1,96%	2,29%	3,17%	1,62%
5°	3,93%	1,65%	1,91%	2,17%	2,50%	1,46%
6°	1,75%	1,63%	1,69%	2,03%	1,98%	1,35%
7°	1,63%	1,52%	1,56%	1,78%	1,93%	0,97%
8°	1,55%	1,27%	1,50%	1,67%	1,65%	0,94%
9°	1,50%	1,26%	1,48%	1,44%	1,62%	0,88%
10°	1,41%	1,22%	1,47%	1,27%	1,56%	0,83%
Total	33,88%	20,75%	22,18%	21,47%	27,60%	15,68%

Liquidez del fondo

A la fecha de clasificación la cartera de inversión está conformada principalmente por depósitos de corto plazo de emisores nacionales, (97% de los activos a junio de 2015), ellos, con mercados secundarios, convirtiendo a **FM Corporate Dollar** en un fondo de alta liquidez.

Otro aspecto a considerar, es que el portafolio de inversión tiene un *duration* inferior a 90 días (cartera de inversión es de corto plazo), lo que permite reducir el riesgo de salida de sus inversiones al tener una alta rotación en sus activos. Cabe destacar que el procedimiento de liquidación del fondo se encuentra estipulado en el reglamento interno, otorgándole un respaldo adicional a la salida de recursos.

Durante los últimos 12 meses, el máximo de retiro ascendió a US\$ 181,7 millones, equivalente al 20,5% 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:

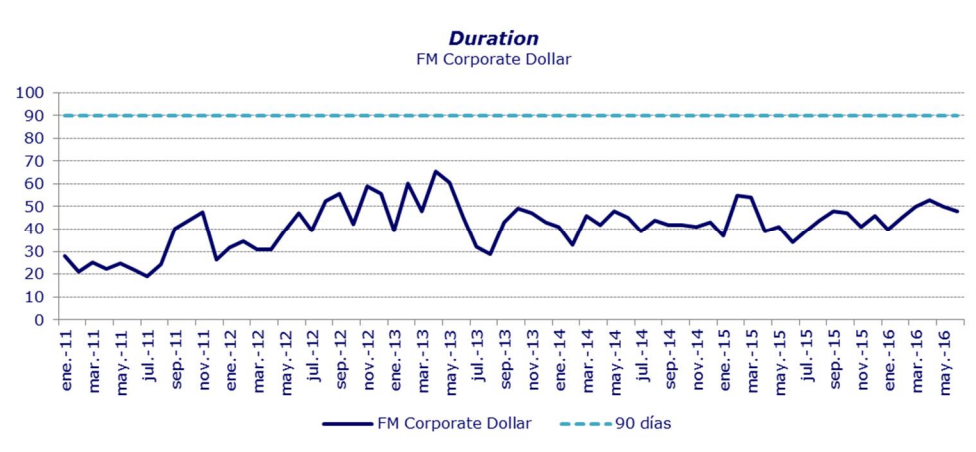
- a)** Desarrollar y establecer con precisión y claridad políticas de liquidez y de realización de ajustes a precios de mercado en la valoración de los instrumentos que componen las carteras de inversión de este tipo de fondos, en forma periódica.

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 RiskAmerica⁸, 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 junio de 2016, la totalidad de los instrumentos en cartera tenía duración inferior a un año) 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:



⁸ 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

La administradora por cuenta del Fondo, y con el objetivo de tener cobertura de los riesgos asociados a sus inversiones y también como inversión, podrá celebrar en mercados bursátiles operaciones (compra, venta y lanzamientos) que involucren contratos de opciones y contratos de futuros. Además, la administradora por cuenta del fondo podrá celebrar operaciones (compra y venta) que involucren contratos de *forwards*, las cuales serán realizadas fuera de los mercados bursátiles. 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, instrumentos de deuda e índices sobre estos activos.

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%
Nacionales	0%	100%
Bonos emitidos o garantizados por el Estado o Banco Central extranjero.	0%	100%
Bonos emitidos o garantizados por Bancos e Instituciones extranjeras.	0%	100%
Bonos emitidos por empresas extranjeras.	0%	100%
Depósitos emitidos o garantizados por Bancos e Instituciones Financieras extranjeros.	0%	100%
Pagarés emitidos o garantizados por el Estado o Banco Central extranjero.	0%	100%
Pagarés emitidos por empresas extranjeras.	0%	20%

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.

Anexo N°4

Monedas que pueden ser mantenidas por el fondo

Euro	Corona Danesa	Shekel Israelí	Rublo Ruso
Dólar Australiano	Dólar de Estados Unidos de América	Yen	Dólar Singapurense
Dólar de Bermudas	Peso Filipino	Ringgit Malasio	Rand Surafricano
Real Brasileño	Dólar Hongkonés	Peso Mexicano	Corona Sueca
Dólar Canadiense	Rupia India	Corona Noruega	Franco Suizo
Peso Chileno	Rupia de Indonesia	Nuevo Sol Peruano	Baht Tailandés
Won Coreano	Libra Esterlina	Zloty Polaco	Nuevo Dólar Taiwanés