



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista

Eduardo Valdés S.

Tel. (56) 22 433 5214

eduardo.valdes@humphreys.cl

Fondo Mutuo IM Trust Deuda Soberana Multimonedada

Abril 2015

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	Categoría A-fm
Riesgo de Mercado	M6
Tendencia	Estable
Estados financieros	Diciembre 2014 ¹
Administradora	IM Trust S.A. Administradora General de Fondos

Opinión

Fundamento de la clasificación

El fondo mutuo **IM Trust Deuda Soberana Multimonedada (FM Deuda Soberana Multimonedada)** comenzó sus operaciones en septiembre de 2011, es administrado por IM Trust S.A. Administradora General de Fondos (en adelante IM Trust AGF), que cuenta con el respaldo de Credicorp Capital, el mayor grupo financiero de Perú, con operaciones en la banca comercial, de inversión, seguros y fondos de pensiones.

Según consta en su reglamento interno, el **FM Deuda Soberana Multimonedada** tiene como objetivo obtener una rentabilidad atractiva en el largo plazo mediante el manejo de una cartera diversificada en cuanto a emisores y monedas, compuesta por instrumentos de deuda, principalmente de mediano y largo plazo, de emisores extranjeros y nacionales. El 100% de sus activos deberán contar con clasificación "Investment Grade", clasificados en "Categoría BBB-" o superior.

La clasificación de las cuotas del fondo en "Categoría A-fm" se sustenta en la claridad y bajo margen de interpretación de sus objetivos de inversión, lo cual se ha verificado desde los inicios del fondo a la actualidad, período en el cual los instrumentos adquiridos son consistentes con el tipo de *portfolio* que se ha declarado conformar, presentando un nivel de pérdida esperada para las inversiones acotada. Cabe precisar que dentro del reglamento interno, en distintos acápite, se establece la categoría "BBB-" o "N-1" como mínima dentro de la cartera de inversión²; no obstante, la cartera ha sido más conservadora (100% en "Categoría BBB+" o superior).

Complementariamente la clasificación de las cuotas recoge, según la evaluación interna realizada por **Humphreys**, la buena capacidad de la sociedad administradora para gestionar sus fondos, además de la experiencia y trayectoria del *portfolio manager* a cargo del fondo. Asimismo, como elemento favorable se ha considerado el hecho que la cartera del fondo presenta inversiones con un nivel de liquidez adecuado, con mercados secundarios desarrollados.

¹ Corresponden a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la SVS al cierre de febrero de 2015 (Cartera de Inversiones, Valores Cuota).

² Es importante señalar que esta es una restricción normativa transversal a los fondos de mutuos.

La categoría de riesgo asignada también incorpora como elemento positivo la representatividad y transparencia de la valorización de los activos, dada la existencia de un mercado secundario formal y con credibilidad para los títulos en los cuales invierte el fondo, situación que se hace extensible para la determinación del valor de la cuota.

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 mantiene activos monetarios denominados en monedas distintas al peso chileno, moneda funcional del fondo. Otro elemento incorporado dentro del proceso de evaluación se refiere a la exposición que tiene la cartera ante aumentos en las tasas de interés del mercado que lo expone a pérdidas en su valor, ya que se compone principalmente por instrumentos de deuda de mediano y largo plazo. No obstante, este riesgo se encuentra mitigado mediante el monitoreo permanente de los papeles que componen la cartera.

La clasificación corrobora el hecho que el fondo ha mantenido consecuentemente los objetivos trazados en su reglamento. A comienzos de 2015, invertía la totalidad de su cartera en bonos soberanos y mantenía una reserva de liquidez acorde con sus objetivos. Es por estos motivos que mantiene la tendencia “*Estable*”.

El riesgo de mercado, en tanto, se clasifica en *M6*, producto del plazo de duración de las inversiones del fondo y porque éstas pueden ser realizadas en pesos, unidades de fomento u otra moneda internacional, situación que expone el valor de las cuotas a cambios en la tasa de interés y de las paridades cambiarias.

Resumen Fundamentos Clasificación (No considera riesgo de Mercado)

Fortalezas centrales

- Claridad de objetivo de inversión.
- Transparencia en la valoración de activos y buena liquidez de instrumentos.
- Valorización de las cuotas es representativa del mercado.

Fortalezas complementarias

- Alta capacidad de gestión de la Administradora.
- Adecuado manejo de conflictos de interés.

Limitantes

- Expuesto a variaciones en el tipo de cambio.
- Fondo sensible a variaciones en la tasa de interés.

Definición categoría de riesgo

Categoría Afm

Cuotas con alta protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

El signo “-” corresponde a aquellos instrumentos con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

M6

Cuotas con muy alta sensibilidad a cambios en las condiciones de mercados.

Antecedentes generales

IM Trust AGF es una sociedad anónima constituida por escritura pública el 12 de septiembre de 2003. Se autorizó su existencia y se aprobaron sus estatutos por resolución exenta N° 16, de fecha 15 de enero de 2004.

La Sociedad tiene como objeto exclusivo la administración de recursos de terceros, sin perjuicio de poder realizar las demás actividades complementarias a su giro autorizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

El *holding* al que pertenece la administradora cuenta con el respaldo de Credicorp Capital, el grupo financiero más importante de Perú, con más de 126 años de experiencia, y con operaciones en banca comercial, de inversión, seguros y fondos de inversiones. Por su parte, IM Trust AGF cuenta con más de 26 años de experiencia en el mercado financiero y ha alcanzado un reconocido prestigio en el ámbito local. En ese sentido, la capacidad operativa y el *know how* aportado por el grupo controlador representan un aporte efectivo para la administradora, desarrollando a nivel del grupo parte de las funciones inherentes a toda organización.

Según datos a diciembre de 2014, la propiedad de la sociedad administradora se distribuía de la siguiente forma:

Cuadro 1: Propiedad sociedad administradora.

Accionistas	
IM Trust & CO. Holdings S.A.	99,94%
Inversiones IMT S.A.	0,06%

Durante de 2014, IM Trust AGF administró un total de 29 fondos, de los cuales 13 correspondieron a fondos mutuos y 16 a fondos de inversión. El patrimonio total de fondos mutuos administrados ascendió aproximadamente a US\$ 303 millones, lo que correspondió a un 0,7% de participación de mercado en ese rubro.

A esa fecha, el **FM Deuda Soberana Multimoneda** representaba el 87% del patrimonio administrado por la AGF que están dirigido a inversionistas calificados, y el 11,8% del total de capitales gestionados por cuenta de terceros.

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

Cuadro 2: Distribución de fondos administrados

Distribución por tipo de fondos	
Deuda corto plazo menor a 90 días	39,88%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	9,87%
Mediano y largo plazo	27,37%
Mixto	Sin fondos
Capitalización	2,32%
Libre inversión	6,99%
Estructurado	Sin fondos
Inversionistas calificados	13,56%

Experiencia como administrador

En opinión de **Humphreys**, la experiencia con que cuenta la sociedad en la administración de activos por riesgo y cuenta de terceros se sustenta en:

- Tener el respaldo Credicorp (dueña del 60,6% de las acciones de la compañía), grupo financiero más grande del sistema peruano, con operaciones en la banca comercial, banca de inversión, seguros y fondos de pensiones.
- Tener una trayectoria superior a 126 años en el mercado financiero extranjero y superior a 26 años en el mercado nacional.
- Tener experiencia en la administración de fondos en torno a los diez años (primer fondo lanzado en 2005).
- Administrar una cartera superior a los 3.200 partícipes (SVS, febrero 2015).

Estructura organizacional

El directorio de la sociedad está compuesto por cinco miembros, los cuales sesionan mensualmente (dejando formalizado en actas las resoluciones acordadas en las juntas directivas) y se caracterizan por mostrar una elevada experiencia en la gestión de activos financieros.

Sobre ellos recae la responsabilidad de definir las distintas estrategias que seguirá la sociedad administradora, así como velar por su correcto desempeño. Además, son los encargados de supervisar la adecuada materialización de las diferentes políticas y estrategias definidas para cada uno de los fondos administrados.

A continuación se presentan los miembros que conforman el directorio y la gerencia general de la administradora a diciembre de 2014:

Cuadro 3: Directorio de la sociedad.

Directorio	
Alejandro Pérez-Reyes Zarak	Presidente
Daniel Juan Edwards Yoacham	Director
Ignacio Montes Labarca	Director
Ignacio Daniel Cargioli Vila	Director
Luis Carrera Sarmiento	Director

La gerencia general de la sociedad recae sobre el Sr. Cristián Letelier Braun, quien además detenta el cargo de director de inversiones dentro del *holding*, teniendo como objetivo principal supervisar y controlar el normal desempeño de las funciones que realizan las distintas áreas que conforman la sociedad administradora y que, en definitiva, sustentan la gestión de los fondos.

La organización de IM Trust AGF se cruza con la estructura del grupo, siendo apoyada por sus distintas áreas funcionales, lo que le permite beneficiarse de la estructura global de la compañía.

La plana gerencial, en términos generales, se caracteriza por presentar un nivel de preparación y experiencia acorde con las funciones y responsabilidad asumidas. A continuación se presenta un detalle de los principales ejecutivos de la compañía:

Cuadro 4: principales ejecutivos.

Nombre	Cargo
Alejandro Pérez Reyes	Director de Asset Management
Ricardo Flores	Gerente de Productos de Inversión
Alfonso Montero	Gerente de Inversiones
Matías Braun Llona	Socio - Director de Estrategia
Cristián Letelier Braun	Socio - Director de Asset Management -Chile
Daniel Edwards Yoacham	Gerente de Inversiones - Chile
Galantino Gallo	Gerente de Buy Side Research

En cuanto a su estructura administrativa, la disponibilidad de recursos responde adecuadamente a las necesidades de sus negocios, permitiendo sustentar el normal desempeño de sus operaciones.

Visión de negocio

La administradora es una unidad complementaria del negocio financiero de su matriz. Bajo esa perspectiva, se centra en entregar un servicio de asesoría integral, en el cual la gestión de los fondos permite ofrecer productos que se orientan a diversificar los riesgos de los *portfolios* de inversiones de sus clientes.

La administradora ha buscado desde sus inicios orientar sus actividades a satisfacer las necesidades de sus clientes, tratando de diseñar vehículos de inversión de corto y mediano plazo que se constituyan en alternativas reales de inversión. Es así como el diseño de los fondos se realiza de acuerdo con las necesidades de inversión que evidencia su cartera de clientes (en términos de plazos, montos y retornos), todo dentro del marco de las oportunidades que otorga la emisión de instrumentos financieros en el ámbito local.

Fondo y cuotas del fondo

Objetivos del fondo

En virtud de lo señalado en el reglamento interno, el fondo tiene como objetivo obtener una rentabilidad atractiva en el largo plazo mediante el manejo de una cartera diversificada en cuanto a emisores y monedas, compuesta por instrumentos de deuda, principalmente de mediano y largo plazo, de emisores extranjeros y nacionales. El 100% de sus activos deben contar con clasificación "*Investment Grade*", es decir, activos clasificados en "*Categoría BBB-*" o superior.

La información general del fondo se detalla a continuación:

Cuadro 5: Información general.

Antecedentes generales del fondo	
Nombre del fondo	IM Trust Deuda Soberana Multimonedada
Tipo de fondo	8 – FM dirigido a inversionistas calificados
Fecha inicio de operaciones	09 de septiembre de 2011
Plazo de duración	Indefinido

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

- Podrá invertir libremente en instrumentos de deuda de corto plazo, mediano y largo plazo, ajustándose a lo dispuesto en la política de diversificación de las inversiones.
- La cartera de inversiones del fondo no tendrá duración máxima.
- En términos de clasificación de riesgo, sólo se podrá invertir en valores de emisores cuya clasificación equivalga a "*BBB-*", "*N-1*", o superiores.
- En términos de país, sólo se podrá invertir en la medida que la clasificación de riesgo soberana cumpla con el requisito de ser "*Investment Grade*".
- Podrá mantener un límite máximo de inversión por emisor, grupo empresarial y moneda, incluyendo la exposición a derivados, de un 25% del activo del fondo y el porcentaje máximo de saldo disponible en las misma, de un 10% del activo del fondo.
- Sin perjuicio de lo anterior, por un período inferior a 15 días y producto de los aportes, rescates y compraventa de instrumentos, el fondo podrá mantener momentáneamente hasta in 100% disponible en moneda extranjera; hasta un 50% invertido en Estados Unidos; o hasta un 50% en inversión en dólares de Estados Unidos.

Cabe destacar que la política de inversiones del fondo no contempla ninguna limitación o restricción a la inversión en los 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, **FM Deuda Soberana Multimonedada** ha presentado una cartera de inversión conformada en su mayoría por deuda soberana chilena y extranjera (97,9% promedio en los últimos dos años), emitida por países que cuentan con una clasificación de riesgo local equivalente a "*Categoría BBB-*" o superior (en los

últimos dos años, la totalidad de la cartera alcanzaba una nota mayor o igual a “*Categoría BBB*”), lo que está por sobre de las exigencias mínimas establecidas en su reglamento.

Durante toda su vigencia, el fondo ha cumplido los límites de inversión por emisor estipulados en el reglamento, equivalente al 25% de sus activos.

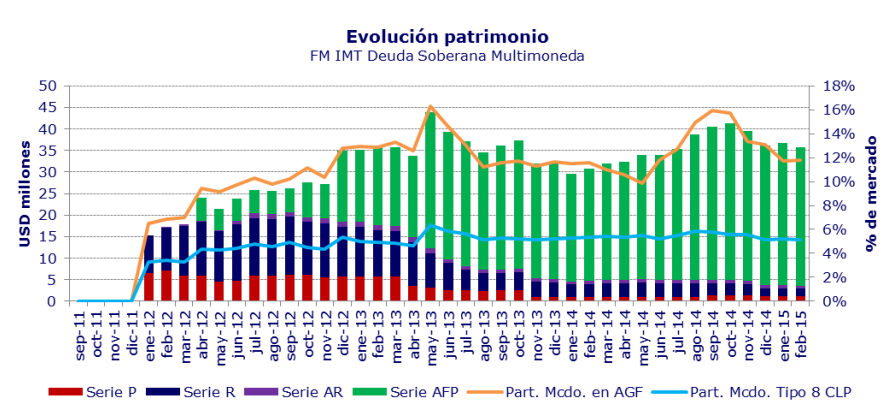
Composición del fondo

Actualmente, el fondo cuenta con siete series de cuotas, las que se diferencian por montos mínimos de inversión y remuneración que cobra la administradora. A continuación se presenta una breve descripción de cada una de las series:

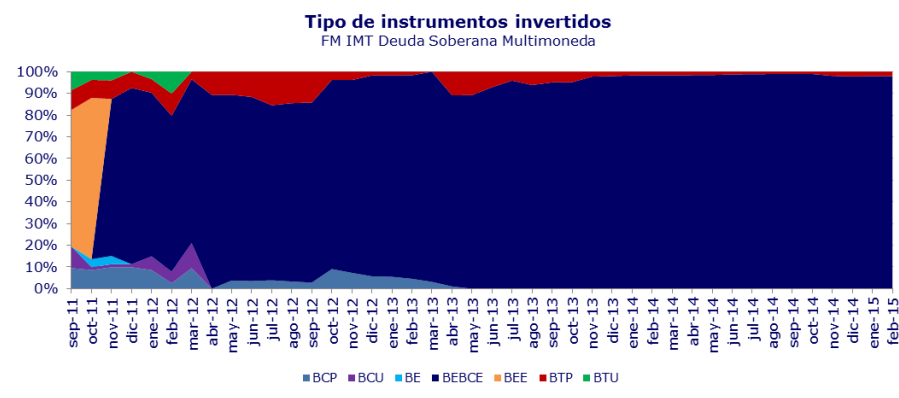
Cuadro 6: Resumen series de cuotas.

Serie	Dirigido a	Patrimonio (MMUS\$)
I	Inversionistas calificados	0,00
P	Inversionistas calificados	1,19
R	Inversionistas calificados	1,70
AP	Ahorro previsional voluntario	0,00
AR	Inversionistas calificados	0,72
AFP	Personas naturales y jurídicas	32,10

Al 28 de febrero de 2015, el fondo presentaba un tamaño aproximado de US\$ 35,7 millones, siendo la serie AFP, la de mayor importancia con US\$ 32,1 millones. En términos generales, el fondo ha tenido un patrimonio promedio de US\$ 36,3 millones, y ha variado entre US\$ 31,9 millones y US\$ 41,1 millones en los últimos doce meses, lo que se aprecia en el gráfico siguiente:



La participación del **FM Deuda Soberana Multimonedada** dentro de su mercado (fondos mutuos tipo 8 en pesos) se ha mantenido en torno al 5,4% promedio en los últimos 12 meses, alcanzando un 5,1% en febrero de 2015. En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a bonos soberanos; los que en febrero de 2015 representaron el 90,2% de su cartera. El cuadro siguiente muestra el comportamiento de sus inversiones:

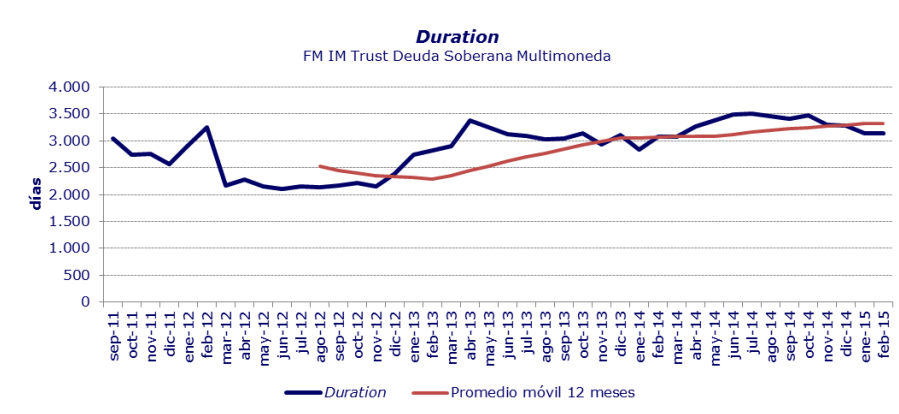


Cuadro 7: Composición cartera.

Instrumento	Promedio anual				
	2011	2012	2013	2014	2015 YTD
BCP Bonos Banco Central de Chile (pesos)	8,88%	5,07%	3,55%		
BCU Bonos Banco Central de Chile (UF)	3,28%	6,67%			
BE Bonos de empresas	3,57%				
BEBCE Bonos emitidos por el estado y banco central extranjero	71,01%	78,12%	92,78%	96,86%	90,55%
BEE Bonos emitidos por empresas extranjeras	65,68%				
BTP Bono TGR en pesos	7,84%	8,36%	5,04%	1,45%	1,88%
BTU Bono TGR en UF	5,08%	5,94%			
Total	93,94%	93,79%	98,58%	98,31%	92,42%

Respecto al *duration* de la cartera de inversión del fondo, en febrero de 2015 ascendió a 3.132 días. En los últimos doce meses, se ha mantenido entre 3.069 y 3.508 días, alcanzando un promedio de 3.325 en igual período. El reglamento interno del fondo no estipula un *duration* máximo para su cartera de inversiones; no obstante, éste ha ido aumentando a través del tiempo, (el *duration* promedio del fondo ha sido de 2.777, 2.339, 3.042 y 3.295 días para los años 2011, 2012, 2013 y 2014), lo que se traduce en una mayor exposición a variaciones en la tasa de interés.

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



Manejo de conflictos de interés

Para efectos del tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora, IM Trust AGF cuenta con el “Manual de Tratamiento y Resolución de Conflicto de Interés”, vigente desde febrero de 2010, en el que se establecen criterios generales y específicos para su manejo.

IM Trust AGF norma las actividades de sus empleados al momento de realizar cualquier inversión a través de la administradora, quienes además se encuentran en constante fiscalización para asegurar que esto se cumpla. La finalidad del manual es dar un marco de acción adecuado para la toma de decisiones de inversión cuando existen posibles objetivos similares entre distintos fondos, así como para entregar las herramientas necesarias que permitan garantizar un trato igualitario de los partícipes, independiente de su fondo y, por último, dar a conocer los mecanismos existentes para controlar, evitar y solucionar un posible conflicto de interés, definiendo claramente el rol y responsabilidad de cada involucrado ante una eventual situación irregular.

De existir alguna irregularidad, el directorio de la administradora, a través del Comité de Auditoría, es el encargado de investigar sobre el acontecimiento y dictar la sanción respectiva acorde con las condiciones expuestas en los contratos de trabajo de los involucrados y de acuerdo al grado de compromiso de los últimos en la irregularidad.

En opinión de **Humphreys**, el manejo de los conflictos de interés está adecuadamente tratado por el manual del mismo nombre, especificando los eventuales conflictos que pudiesen suscitarse en la operación de los fondos, conjuntamente con establecer los procedimientos pertinentes para asegurar la no ocurrencia de los mismos.

Remuneraciones y comisiones

La remuneración por los servicios se aplica al monto que resulta de deducir el valor neto diario de la serie antes de remuneración, los aportes recibidos antes del cierre de operaciones del fondo y de agregar los rescates que corresponda liquidar en el día, esto es, aquéllos solicitados antes de dicho cierre. El fondo contempla, además, un cobro por gastos de operación.

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

Cuadro 8: Remuneración y comisiones

Serie	Remuneración Fija Anual (IVA incluido)	Gastos de operación (% anual)	Comisión diferida Rescate (IVA incluido)	Monto mínimo de inversión
Serie I	Hasta 0,55%	0,3%	0 – 60 días : 0,40% 61 o más : 0,00%	\$10.000.000
Serie P	Hasta 0,95%	0,3%	0 – 60 días : 0,40% 61 o más : 0,00%	\$500.000.000
Serie R	Hasta 1,5%	0,3%	0 – 60 días : 0,40% 61 o más : 0,00%	Sin mínimo
Serie AP	Hasta 0,95%*	0,3%	No aplica	\$500.000.000 APV
Serie AR	Hasta 1,5%*	0,3%	No aplica	Sin mínimo APV
Serie AFP	Hasta 0,55%	0,3%	0 – 60 días : 0,40% 61 o más : 0,00%	\$500.000.000

* Exento de IVA

Al 31 de diciembre de 2014, el total de remuneración por administración del fondo ascendió a US\$ 219 mil (US\$ 271 mil en diciembre de 2013).

Política de endeudamiento

El reglamento interno del fondo señala que IM Trust AGF puede contraer obligaciones con entidades bancarias, con un plazo de vencimiento de hasta 30 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.

Una vez concluidas las operaciones para las cuales se generó una obligación temporal, no puede mantener un endeudamiento mayor al 5% de los activos del fondo. Para tales efectos, la Administradora, por cuenta del fondo, solamente podrá contraer pasivos de corto plazo (pasivo exigible) consistentes en créditos bancarios, por un plazo no superior a 30 días. La administradora no puede contraer pasivos a mediano ni a largo plazo.

A diciembre de 2014, el total de pasivos constituía un 0,19% del patrimonio total del Fondo.

Límites y diversificación³ de las Inversiones

A continuación se presentan los límites y diversificación de las inversiones respecto al activo total del fondo, emisor y al grupo empresarial a la que pertenecen:

³ De acuerdo a lo definido en el reglamento interno.

Cuadro 9: Límites y diversificación de las inversiones respecto al activo total.

Tipo de Instrumento	Mínimo	Máximo	feb-15
Instrumentos de Deuda	90%	100%	90,2%
Instrumentos de Deuda emitidos por emisores nacionales.	0%	20%	5,3%
Instrumentos emitidos por el Estado, Banco Central u otro organismo gubernamental de Chile.	0%	20%	5,3%
Instrumentos garantizados por el Estado, Banco Central u otro organismo gubernamental de Chile.	0%	20%	0,0%
Instrumentos emitidos o garantizados por bancos e instituciones financieras nacionales.	0%	20%	0,0%
Instrumentos de deuda emitidos por emisores extranjeros.	80%	100%	94,6%
Valores emitidos por el estado de un país extranjero o por sus bancos centrales u otros organismos gubernamentales.	80%	100%	94,6%
Valores garantizados por el estado de un país extranjero o por sus bancos centrales u otros organismos gubernamentales.	0%	25%	0,0%
Valores emitidos o garantizados por entidades bancarias extranjeras o internacionales que se transen habitualmente en los mercados locales o internacionales.	0%	20%	0,0%
Títulos de deuda de oferta pública, emitidos por sociedades o corporaciones extranjeras.	0%	20%	0,0%
Instrumentos según clasificación de riesgo			
Instrumentos de deuda indicados precedentemente con al menos dos clasificaciones de riesgo BBB- o superior y ninguna inferior a BBB-.	90%	100%	90,2%

Cuadro 10: Límites y diversificación de las inversiones por emisor y grupo empresarial.

Tipo de Instrumento	Límite*	Máximo (Feb-15)*
Límite máximo de inversión por emisor.	25%	18,9%
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 del Mercado de Valores.	25%	0,0%
Límite máximo de inversión por grupo empresarial y sus personas relacionadas.	25%	18,9%

* Como porcentaje del activo del fondo.

Operaciones que realizará el fondo

Contrato de Derivados

El fondo puede realizar operaciones de derivados, tanto de cobertura de riesgo como de inversión: contratos de opciones, futuros, *forwards* y *swaps*.

La administradora puede vender o comprar derivados, ya sea en mercados nacionales o internacionales, siempre y cuando los activos subyacentes estén conformado por: (i) algunas de las monedas en los que está autorizado a invertir en el Fondo; (ii) bonos nacionales o extranjeros y (iii) tasas de interés nacionales o extranjeras en los cuales está autorizado a invertir el fondo.

Los contratos de opciones y futuros deben celebrarse o transarse en mercados bursátiles. Los contratos de *forwards* y *swaps* pueden celebrarse o transarse en mercados bursátiles o fuera de dichos mercados. Tanto los contratos de opciones y futuros, como los de *forwards* y *swaps* deben celebrarse con contrapartes aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo.

Inversión en instrumentos con retroventa

El fondo puede realizar operaciones de compra con retroventa en instrumentos de oferta pública en los cuales esté autorizado a invertir.

Las entidades con las que el fondo puede efectuar estas operaciones, son bancos y sociedades financieras nacionales y extranjeras, incluyendo entidades relacionadas con la Administradora, en los términos y condiciones que la Ley autorice.

Las operaciones sobre instrumentos de deuda emitidos por emisores extranjeros, sólo podrán efectuarse con bancos nacionales o extranjeros. El fondo podrá mantener hasta un 20% de sus activos totales en instrumentos adquiridos con retroventa y no podrá mantener más de un 10% de ese activo en instrumentos sujetos a dicho compromiso con una misma persona o con personas o entidades de un mismo grupo empresarial.

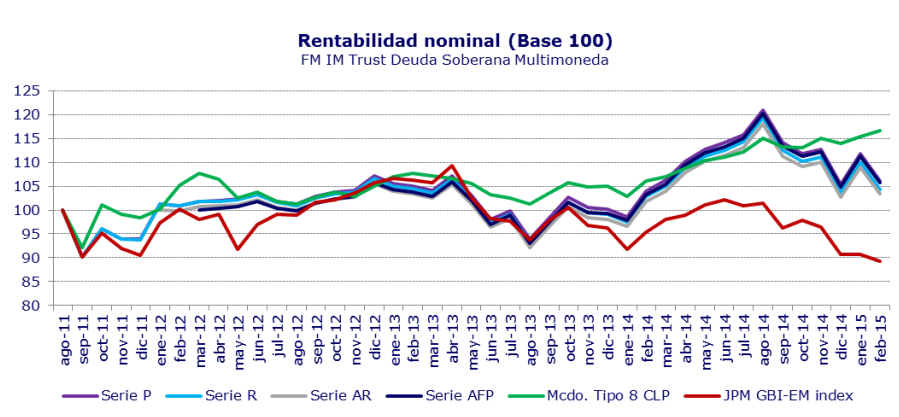
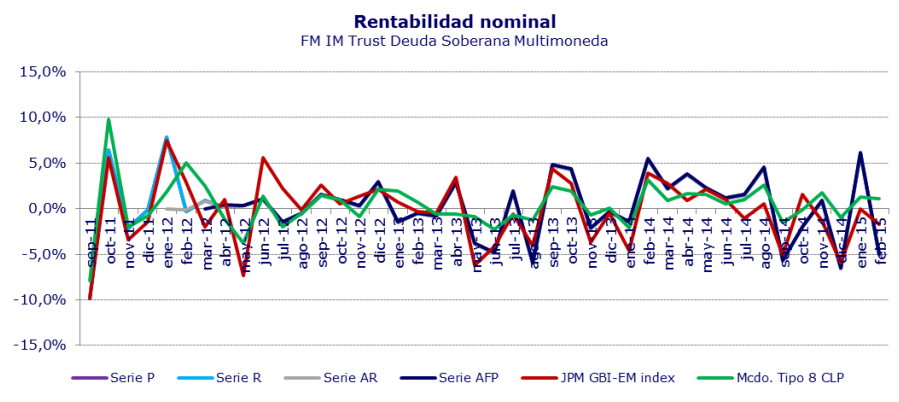
Estas operaciones se realizarán tanto en el mercado nacional como internacional.

Comportamiento del fondo y de 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 a la rentabilidad de su *Benchmark*⁴ y a los fondos tipo 8 en pesos. En la práctica, el promedio mensual de la rentabilidad nominal de cada una de las series del **FM Deuda Soberana Multimonedada** para los últimos 24 meses ha alcanzado indicadores de 0,044%, -0,002%, -0,002% y 0,077% para las series P, R, AR y AFP, respectivamente. En tanto que su *Benchmark* y el mercado tipo 8 en pesos mostraron un promedio de 0,331% y -0,723% respectivamente. Cabe destacar que las series han mostrado un rendimiento superior a su índice de referencia y mercado comparable. Los gráficos que siguen muestran la evolución de la rentabilidad nominal, y el valor cuota en base 100 de las series del fondo, su *Benchmark* y del mercado definido anteriormente.

⁴ El índice JPM GBI-EM fue el *Benchmark* utilizado por el fondo hasta diciembre de 2014. A contar de 2015, sólo se considera la porción *Investment Grade* del mismo.



A continuación se muestra un análisis rentabilidad para el **FM Deuda Soberana Multimoneda** en relación al índice JPM GBI-EM y a los fondos tipo 8 en pesos de la industria (se exceptúan las series I y AP, que no han tenido movimiento):

Cuadro 11: Análisis rentabilidad base mensual.

IM Trust Deuda Soberana Multimoneda	Serie P	Serie R	Serie AR	Serie AFP	JPM GBI-EM Index	Mcdo. Tipo 8 CLP
Rentabilidad Mes Actual	-5,049%	-5,089%	-5,089%	-5,020%	-1,681%	1,050%
Rentabilidad Mes Anterior	6,060%	6,010%	6,010%	6,096%	-0,037%	1,302%
Últimos seis meses	-2,157%	-2,202%	-2,202%	-2,125%	-2,119%	0,243%
Últimos 12 meses	0,170%	0,124%	0,124%	0,203%	-0,559%	0,796%
Rentabilidad YTD 2015	0,352%	0,307%	0,307%	0,384%	-0,862%	1,176%
Desv. Est. (24 meses)	3,923%	3,921%	3,921%	3,924%	3,198%	1,515%
Promedio (24 meses)	0,044%	-0,002%	-0,002%	0,077%	-0,723%	0,331%
C. Variación (24 meses)	89,90	-1.745,51	-1.748,85	50,97	-4,42	4,58

Las rentabilidades anualizadas se presentan a continuación:

Cuadro 12: Análisis rentabilidad base anual

IM Trust Deuda Soberana Multimoneda	Serie P	Serie R	Serie AR	Serie AFP	JPM GBI-EM Index	Mcdo. Tipo 8 CLP
Rentabilidad Mes Actual	-46,299%	-46,571%	-46,570%	-46,101%	-18,403%	13,350%
Rentabilidad Mes Anterior	102,590%	101,458%	101,457%	103,417%	-0,438%	16,788%
Últimos seis meses	-23,025%	-23,443%	-23,444%	-22,719%	-22,669%	2,961%
Últimos 12 meses	2,055%	1,495%	1,496%	2,464%	-6,505%	9,978%
Rentabilidad YTD 2015	4,303%	3,749%	3,749%	4,709%	-9,867%	15,056%
Promedio (24 meses)	0,525%	-0,027%	-0,027%	0,928%	-8,340%	4,042%

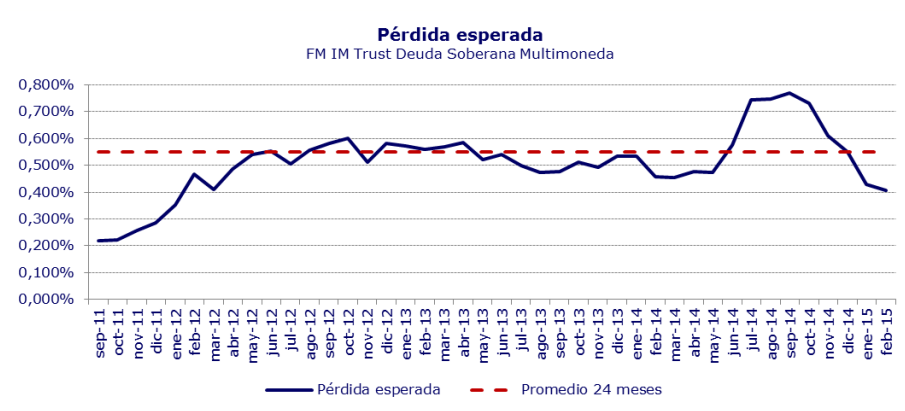
La conclusión que se desprende del anterior análisis es que el **FM Deuda Soberana Multimoneda** presenta desempeños competitivos a nivel de la industria, siendo superiores a su *Benchmark*, pero menores a su mercado de referencia en los últimos seis meses. Se destaca que estos rendimientos van de la mano con una mayor volatilidad, tal como se aprecia en el coeficiente de variación presentado en el cuadro 11.

Volatilidad del fondo

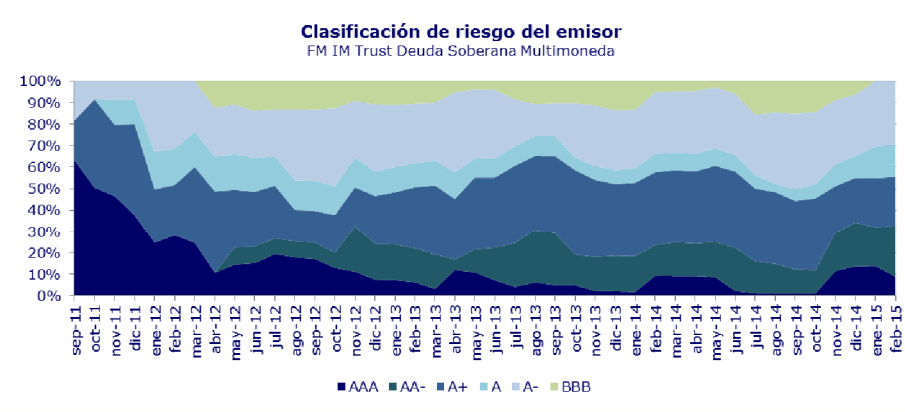
Dado que la estructura del *portfolio* de inversiones se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría A-" o superior (en los últimos dos años han alcanzado una concentración promedio de 89,7%, compuesta por bonos soberanos nacionales y extranjeros), es posible presumir que su cartera presenta un riesgo por *default* controlado.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo a febrero de 2015, ésta tendría para un horizonte de tiempo de nueve años una pérdida esperada⁵ de 0,405%, fluctuando entre 0,405% y 0,770%, con un promedio de 0,548% en los últimos 24 meses. A continuación se muestra gráficamente la evolución que ha experimentado el indicador para la cartera de este fondo:

⁵ La pérdida esperada se refiere a un indicador que asocia un porcentaje de pérdida a cada instrumento según su *duration* y clasificación de riesgo. La pérdida esperada del fondo es el promedio ponderado de la pérdida de todas sus inversiones, siendo esta pérdida una estimación teórica realizada con estadística histórica de carteras, no representando necesariamente la pérdida efectiva que pudiera tener un instrumento o un fondo.

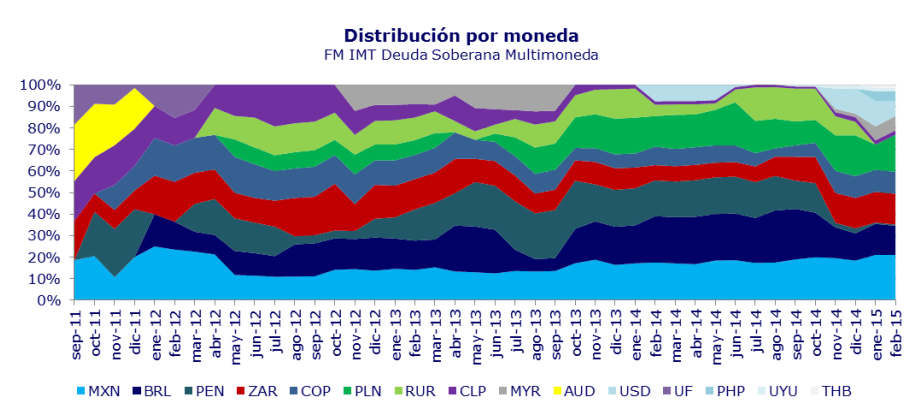


Para complementar el análisis respecto de la evolución del riesgo crediticio de la cartera, a continuación se muestra la composición de la misma en relación al *rating* asociado a cada emisor⁶:



A partir del gráfico anterior, se aprecia una estructura de inversiones que privilegia emisores clasificados en "Categoría A+" y "Categoría A", que a febrero de 2015 representaban el 47,3% del *portfolio*, y que los emisores clasificados en "Categoría AAA" han pasado desde un 58,7% a un 7,9% de la cartera entre septiembre de 2011 y febrero de 2015.

Por otro lado, la composición de los activos por monedas se muestra el siguiente cuadro:



⁶ Clasificación de riesgo en escala nacional.

Cuadro 13: Distribución por monedas

Moneda	% del activo del fondo				
	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	feb-15
MXN Peso mexicano	18,4%	13,7%	16,3%	18,2%	18,9%
BRL Real Brasileño		15,4%	17,6%	12,5%	12,2%
PEN Nuevo sol peruano	20,4%	8,7%	16,9%	2,3%	0,5%
ZAR Rand sudafricano	8,0%	15,8%	10,0%	14,0%	12,9%
COP Peso colombiano	10,4%	11,3%	6,4%	10,0%	9,2%
PLN Zloty polaco		7,4%	16,4%	18,7%	15,5%
RUR Rublo ruso		10,9%	13,6%	6,2%	
CLP Peso Chileno	15,9%	7,4%	2,0%	2,1%	1,9%
MYR Ringgit malayo		9,3%		1,6%	6,0%
AUD Dólar australiano	17,4%				
USD Dólar estadounidense				11,4%	6,1%
UF Unidad de fomento	1,3%				
PHP Peso filipino					4,2%
UYU Peso uruguayo				1,8%	1,6%
THB Baht tailandés					1,1%
Total	91,8%	100,0%	99,2%	98,7%	90,2%

Niveles de concentración (o diversificación del fondo)

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

A juicio de **Humphreys**, la política de diversificación, descrita al interior del reglamento interno, cuenta con un diseño acorde al tipo de negocio que se planea desarrollar, limitando aspectos tales como, 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 25% del activo), el fondo ha cumplido con lo establecido. Como se muestra en el Cuadro 14, la cartera de inversión está compuesta por bonos soberanos de chilenos e internacionales, por lo que están asociados al riesgo país de cada emisor. Además, presentan una diversificación acorde a lo estipulado en el reglamento interno. En febrero de 2015, los ocho mayores emisores del fondo concentraron el 68,9% de las inversiones.

Cuadro 14: Mayores emisores del fondo

Emisor	País (Clasif. riesgo local)	% del activo del fondo				
		dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	feb-15
Mbono 8,5 11/18/38	México (A+)		2,78%	16,30%	18,22%	18,94%
Poland Government Bond	Polonia (AA-)		7,38%		14,40%	14,53%
Nota do Tesouro Nacional	Brasil (A-)		0,31%	13,60%	5,63%	6,27%
US Treasury N/B	EE.UU. (AAA)				11,42%	6,07%
Malaysia Government	Malasia (AA-)				1,59%	5,99%
BNTNB 6 05/15/45	Brasil (A-)		0,85%	3,97%	6,82%	5,97%
República de Colombia	Colombia (A)				6,12%	5,62%
Rep. South Africa SAGB 7 0.25 0	Sudáfrica (A-)	8,03%	10,36%	5,61%	6,12%	5,54%
Sub-total		8,03%	21,68%	39,48%	70,32%	68,93%
Ocho mayores emisores		91,80%	68,97%	93,27%	74,94%	68,93%

Liquidez de la cuota

De acuerdo al reglamento interno del **FM Deuda Soberana Multimonedada**, cualquier partícipe del fondo tiene derecho, en cualquier momento, a rescatar total o parcialmente sus cuotas, de forma inmediata o programada.

El pago de los rescates se hace en efectivo en pesos chilenos. Las solicitudes de rescate deben dirigirse por escrito al gerente general de la sociedad administradora y se presentan en sus oficinas o en la de los agentes colocadores autorizados para recibirlas.

Los rescates que alcancen montos que representen un porcentaje igual o superior a un 15% del valor del patrimonio diario del fondo serán pagados dentro del plazo de diez días hábiles contados desde la fecha de presentación de la solicitud de rescate.

También, cabe agregar, que en la trayectoria del fondo nunca se ha interrumpido el derecho a retiro de los aportantes.

Los aportantes del fondo tienen incidencia en su desempeño, por cuanto la capacidad de retiro de cada uno es importante. A febrero de 2015, el fondo contaba con 32 partícipes, cinco de los cuales son institucionales. A continuación se presenta la incidencia de los cinco principales aportantes del fondo en relación a su activo total.

Cuadro 15: Importancia de los principales aportantes en el fondo

Peso relativo aportante	31-dic-12	31-dic-13	31-dic-14	28-feb-15
1°	23,67%	34,15%	31,63%	31,63%
2°	23,51%	27,60%	27,26%	27,26%
3°	6,44%	22,10%	24,83%	24,84%
4°	3,13%	2,93%	6,17%	6,17%
5°	3,09%	2,68%	3,33%	3,32%
Total	59,83%	89,46%	93,21%	93,22%

Liquidez del fondo

A la fecha de la clasificación, la cartera de inversiones estaba conformada principalmente por bonos soberanos de Chile (bonos del Banco Central de Chile) y de países extranjeros, los cuales poseen mercados secundarios, lo que le da al fondo una aceptable liquidez.

Durante los últimos 24 meses, el máximo retiro del fondo ascendió a \$ 1.083 millones, equivalente al 6,4% del patrimonio del fondo a esa fecha.

Valorización de las cuotas

En conformidad a la normativa vigente contenida en las circulares N°1.218 y N°1.579, emitidas por la SVS, los instrumentos de deuda nacional y extranjera son valorizados diariamente a mercado utilizando la información de precios y tasas proporcionados por RiskAmerica⁷, información que es utilizada por toda la industria.

El modelo de valorización utilizado por RiskAmerica toma en consideración lo siguiente:

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

Respecto de los instrumentos financieros derivados que mantiene el Fondo (contratos de *forwards*, definidos en la NCG N°204, emitida por la SVS), estos son valorizados diariamente de la siguiente forma:

- Se obtiene la curva de puntos *forward*, desde un terminal Bloomberg⁸, la cual se interpola linealmente en base a los puntos *forward* de cada contrato vigente.
- El tipo cambio spot utilizado es el informado por el Banco Central de Chile y, en el caso de que este no informe, se utiliza el informado a través del terminal Bloomberg.

El tipo de cambio a utilizar en la valorización se determina sumando al tipo cambio *spot* los puntos *forward* calculados.

"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"

⁷ 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.

⁸ *Software* de información financiera, propiedad de la compañía norteamericana Bloomberg L.P., que entrega herramientas financieras a empresas y organizaciones de todo el mundo.