



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

A n a l i s t a
Carolina García
Tel. (56-2) 433 5200
carolina.garcia@humphreys.cl

Fondo Mutuo BBVA Corporativo

Octubre 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

<i>Categoría de riesgo</i>	
Tipo de instrumento	Categoría
Cuotas	AA fm
Riesgo de mercado	M1
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Diciembre 2011
Administradora	BBVA Asset Management

Opinión

Fundamento de la clasificación

Fondo Mutuo BBVA Corporativo comenzó sus operaciones en febrero de 1998 bajo el nombre de Fondo Mutuo BBVA Renta Máxima. Corresponde a un fondo mutuo tipo 1 y es administrado por BBVA Asset Management Administradora General de Fondos S.A. (en adelante BBVA Asset Management), sociedad filial del Banco BBVA, entidad bancaria clasificada en “*Categoría Baa3*”, a escala global, para sus obligaciones en moneda extranjera de corto plazo (*BBB-* para obligaciones financieras de largo plazo en moneda extranjera¹).

El propósito principal del fondo, según se establece en su reglamento interno, es la inversión en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, pero conformando en todo momento una cartera con duración menor o igual a 90 días, en base a instrumentos emitidos por las principales instituciones que participan en el mercado de capitales chileno, denominados en pesos o Unidades de Fomento (UF). A julio de 2012 el capital administrado por el fondo ascendía a US\$ 390,6 millones².

Entre las fortalezas del **FM BBVA Corporativo**, que permiten sustentar la clasificación de riesgo de sus cuotas en “*Categoría AA fm*”, destacan las características propias de su cartera de inversiones, orientada, según los antecedentes históricos, a instrumentos de bajo riesgo crediticio, rentabilidad superior al mercado tipo y *benchmark* de los fondos tipo 1, y reducida

¹ Se considera la clasificación del Banco BBVA informada por Moodys a octubre de 2012.

² La fuente de información para analizar las características del fondo es la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

exposición cambiaria, ya que usualmente todos los instrumentos son en pesos, y de emisores nacionales.

Adicionalmente, la clasificación de las cuotas incorpora como factor positivo la administración de BBVA Asset Management, entidad que, en opinión de **Humphreys**, posee una muy alta capacidad de gestión en cuanto a su habilidad para administrar fondos, lo que permite presumir una baja probabilidad de un deterioro significativo en el nivel de riesgo actual de las cuotas. Esto se refuerza por la experiencia de BBVA Asset Management en la administración de fondos mutuos, en particular respecto a la administración de fondos de deuda de corto plazo, que bordea los quince años en el mercado. En esta misma línea, la clasificadora considera positivo el nivel de profesionales que posee la administradora, tanto en capacidad como en integración con el resto del grupo.

Sin perjuicio de las fortalezas aludidas, la clasificación de riesgo se encuentra acotada por el hecho de que la composición de la cartera de inversión, según los límites establecidos en el reglamento interno del fondo, podría presentar variaciones significativas en cuanto a riesgo crediticio de los emisores, lo cual trae consigo un deterioro potencial en el riesgo de las cuotas. En este sentido, se destaca que el riesgo crediticio evidenciado -según la metodología de la clasificadora- en el indicador de pérdida esperada³ ha presentado una tendencia creciente y volátil en el periodo analizado. A pesar de este riesgo identificado, un atenuante es la experiencia propia del fondo, que persistentemente ha invertido en instrumentos locales, y las restricciones que se impone la sociedad administradora sobre la evaluación del riesgo de contraparte (autorizados por su matriz). 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.

El riesgo de mercado asignado corresponde a M1, ya que el fondo consistentemente ha presentado una baja exposición de mercado. Esto se relaciona con una cartera expresada principalmente en pesos (92,6% como promedio 2009-2012 YTD), y con un promedio de inversión en UF en torno al 9,21% para los últimos 24 meses.

Durante el periodo analizado, el fondo ha incumplido el margen máximo por emisor que se establece en el reglamento interno. Sin embargo, estos 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. Cabe

³ Mayor detalle en apartado "Volatilidad del fondo".

señalar que estos excesos muestran un comportamiento irregular para el lapso bajo estudio⁴. La duración promedio de la cartera, en tanto, se ha mantenido dentro de los plazos definidos por el reglamento, promediando 44 días en los últimos tres años⁵.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se califica “*Estable*”⁶, principalmente, porque no se visualizan cambios relevantes en el futuro próximo en las variables que determinan la clasificación de riesgo. A pesar de esta tendencia, la clasificación de riesgo queda sujeta al desarrollo que presente la cartera de inversiones.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la cartera de inversiones no sufra deterioros en su nivel de riesgo, en especial que establezca y en lo posible reduzca la tendencia creciente que muestra la pérdida esperada de la cartera, y que la administradora mantenga los actuales estándares de calidad.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA fm / M1

Categoría AA

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.

⁴ Ver apartado “Objetivos del fondo”.

⁵ Considera el periodo comprendido entre agosto de 2010 y julio de 2012.

⁶ Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Antecedentes generales

Administración del fondo⁷

Fondo Mutuo BBVA Corporativo es administrado por BBVA Asset Management Administradora General de Fondos S.A., sociedad filial de Banco BBVA Chile (99,9% es propiedad de Banco BBVA Chile y 0,1% de BBVA Asesorías Financieras S.A.). El banco, a su vez, pertenece al grupo BBVA, presente en el país a través de AFP Provida, Forum Servicios Financieros, y BBVA Seguros de Vida.

BBVA Asset Management administró durante mayo de 2012 un total de 38 fondos, de los cuales 36 correspondieron a fondos mutuos y el resto a fondos para la vivienda. El patrimonio total de fondos mutuos administrados ascendió aproximadamente a US\$ 1.442 millones, lo que correspondió a un 4,1% de participación de mercado en ese rubro.

El cuadro presenta la distribución por tipo de fondos mutuos administrados a esa fecha:

Cuadro 1: BBVA Asset Management. Distribución por tipo de fondos administrados (mayo 2012)

Distribución por tipo de fondos	
Deuda corto plazo menor a 90 días	78,04%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	2,96%
Mediano y largo plazo	7,05%
Mixto	2,97%
Capitalización	3,57%
Garantizados	5,42%

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 respaldo del grupo BBVA, grupo con más de 150 años de experiencia y con elevado nivel de activos⁸.
- Tener experiencia en la administración de fondos en torno a los quince años (primer fondo lanzado en 1997).

⁷ La presente sección se basa en información otorgada por la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos (AAFF).

⁸ Según lo informado a diciembre de 2011 el grupo cuenta con € 597.688 millones en activos.

- Administrar una cartera con alrededor de 37 mil partícipes (SVS, junio 2012).

Estructura organizacional

El directorio de la sociedad está presidido por Ignacio Lacasta, y está compuesto por cuatro miembros, que sesionan mensualmente (dejando formalizado en actas las resoluciones acordadas en las juntas directivas). Sobre ellos recae la responsabilidad de definir las distintas estrategias que seguirá la sociedad administradora, así como velar por su correcto desempeño. Asimismo, esta instancia es la encargada 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 de la administradora en la actualidad:

Cuadro 2: Directorio BBVA Asset Management.

Nombre	Cargo
Ignacio Lacasta Casado	Presidente
Phillip Sumar Saxonis	Director
Gregorio Ruiz-Esquide Sandoval	Director
Alfonso Lecaros Eyzaguirre	Director
Salvador Milán Alcaraz	Director

El directorio de la sociedad está compuesto tanto por ejecutivos de BBVA Chile, como por profesionales de experiencia en el sector financiero, lo que refuerza la integración estratégica de la sociedad administradora dentro del *holding* y alinea sus objetivos con los de su matriz.

Administración

La gerencia general de la sociedad recae sobre Francisco Bustamante del Río, quien asumió el cargo en marzo de 2012 y cuenta con una vasta experiencia en el grupo. Su objetivo principal es la planificación estratégica y táctica de la empresa, así como 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 BBVA Asset Management se enlaza con la estructura del grupo, siendo apoyada por las distintas áreas funcionales, lo que le permite beneficiarse de la estructura global de la compañía.

Para obtener mayor información acerca de la administradora visite nuestra página web (www.humphreys.cl), donde se encuentra el Informe de Clasificación con un análisis detallado de BBVA Asset Management.

Fondo y cuotas del fondo

Objetivos del fondo

En virtud de lo señalado en el reglamento interno, la política de inversiones tiene como propósito destinar sus recursos preferentemente a la adquisición de instrumentos de deuda de emisores nacionales en pesos chilenos o UF de corto, mediano y largo plazo, pero siempre manteniendo una cartera cuya duración no exceda los 90 días, como corresponde para este tipo de fondo mutuo.

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

- Podrá invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo. Para los instrumentos con horizonte mayor a tres meses, el límite de inversión es 25% del activo del fondo.
- La duración promedio de la cartera no debe superar los 90 días;
- En términos de clasificación de riesgo, sólo se podrá invertir en valores de emisores nacionales, cuya clasificación equivalga a “BBB”, “N-2”, o superiores.
- Podrá mantener dentro de su cartera instrumentos de deuda de emisores nacionales expresados en pesos chilenos o unidades de fomento.
- Se podrá invertir en instrumentos derivados y realizar otras operaciones autorizadas (operaciones de compra de instrumentos de oferta pública con promesas de venta). Estas operaciones deben ceñirse a lo establecido en la normativa vigente que corresponda a cada caso (Norma de Carácter General N° 204 para la inversión en instrumentos derivados, y Circular N° 1.797 para la adquisición de instrumentos de compra con promesa de venta).

Dado lo anterior, la promesa formal del fondo es la conformación de una cartera orientada a renta fija en emisores nacionales, en moneda local o equivalente, con una duración igual o inferior a 90 días, permitiéndose invertir en activos de diferentes niveles de riesgo crediticio. En la práctica, **FM BBVA Corporativo** ha presentado una cartera de inversión conformada en su mayoría por depósitos de corto plazo (98,02% promedio últimos 24 meses) emitidos por instituciones clasificadas principalmente con nota “AA-” o superior (promedio de 83% para el periodo comprendido entre enero 2009 y julio de 2012). Cabe destacar que a partir de 2010, el fondo ha asumido un mayor riesgo, lo cual se manifiesta en el aumento de la participación de la “Categoría A” entre los emisores que conforman la cartera; no obstante, se encuentra dentro de los límites establecidos por el reglamento. Por otro lado, la duración promedio alcanzada para últimos 36 meses corresponde a 44,75 días, inferior a los 90 días permitidos. Durante el horizonte estudiado el fondo ha incumplido constantemente los límites de inversión por emisor estipulados en el reglamento, promediando 2,2 emisores con excesos, con una magnitud promedio mensual que asciende a 3% para igual periodo.

En opinión de **Humphreys**, el reglamento de **FM BBVA Corporativo** restringe de manera adecuada las operaciones adicionales que puede realizar el fondo. Sin embargo, en relación a la clasificación de riesgo de los emisores en los cuales puede invertir, existe la posibilidad de deterioro en el nivel de riesgo crediticio. A pesar de este último aspecto, en la práctica el portafolio ha sido administrado de tal manera que su riesgo crediticio se ha mantenido acotado a lo largo de los últimos años concentrándose preferentemente en instrumentos nominados en pesos chilenos y en menor medida UF⁹. Con todo, el reglamento no explicita límites en cuanto a la inversión en instrumentos nominados en UF.

Composición del fondo

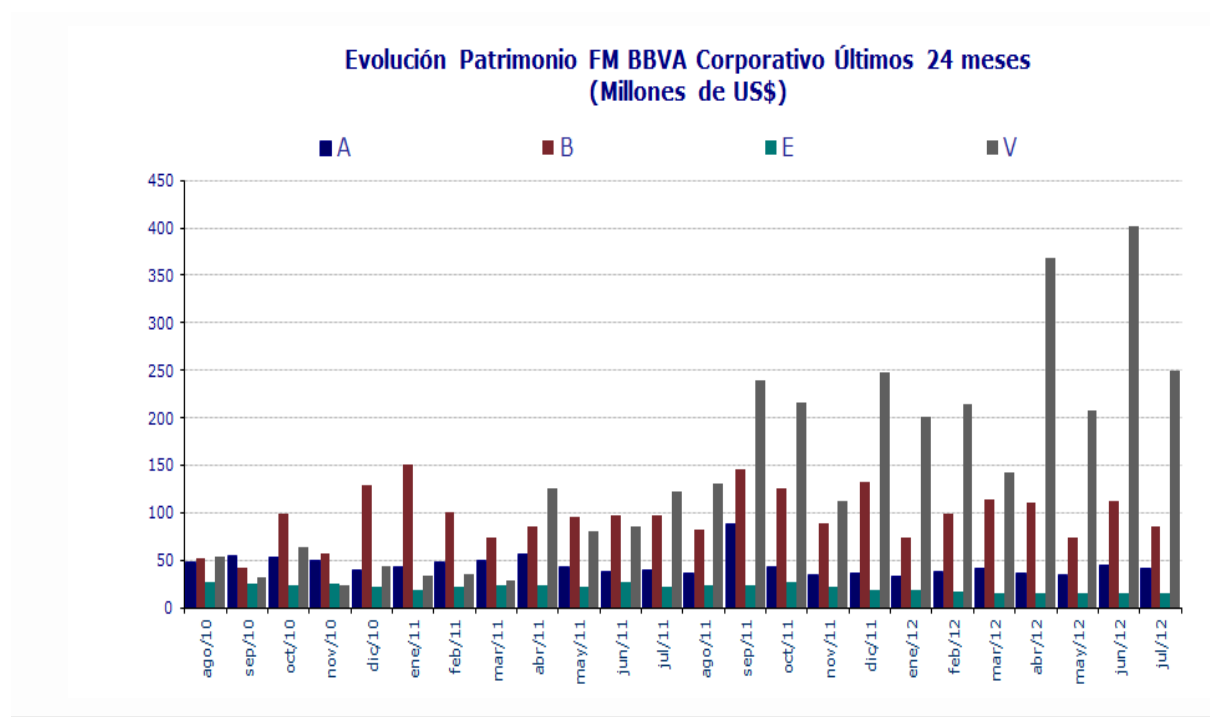
Actualmente, el fondo cuenta con cuatro series de cuotas, las que se diferencian por montos mínimos de inversión y remuneración que cobra la administradora. A continuación se presenta una breve descripción de cada una de las series:

⁹ En promedio, los últimos 24 meses el 90,8% de las inversiones se encuentran expresadas en pesos chilenos y el 9,2% en UF.

Cuadro 3: FM BBVA Corporativo. Resumen series de cuotas.

Serie	Requisito de ingreso (MM\$)	Patrimonio (promedio últimos doce meses) US\$MM
A	-	42
E (continuadora de la serie C)	50	104
B	100	19
V	150	228

Al 31 de julio de 2012 el fondo presentaba un tamaño aproximado de US\$ 390,6 millones, siendo la serie V, la de mayor importancia con US\$ 249,9 millones. En términos generales, el fondo ha mostrado una evolución creciente en los últimos dos años, pasando de un promedio anual de US\$ 220,3 millones para el periodo agosto de 2010 a julio de 2011, a un valor de US\$ 392 millones en los últimos doce meses analizados, como se puede apreciar en el siguiente gráfico:



Al analizar la evolución del fondo durante los últimos dos años –julio de 2010 a junio de 2012- se observa un incremento en su participación de mercado¹⁰, la que según datos entregados por la SVS, al mes de julio de 2012 alcanzaba un 2,5%. Su relevancia en la cartera de fondos comparables de BBVA Asset Management¹¹, también aumentó, alcanzando un 55% para la misma fecha, alzándose como el fondo mutuo *money market* de mayor tamaño de la AGF. En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a depósitos a plazos de bancos locales. El cuadro siguiente muestra la evolución de las principales inversiones:

Cuadro 4: FM BBVA Corporativo. Distribución inversiones por tipo de instrumento.

Instrumento	promedio 2009	Promedio 2010	Promedio 2011	Promedio 2012 YTD
DPC	90,93%	89,53%	98,44%	99,11%
PDBC	3,36%	6,25%	1,00%	0,47%
PE	4,65%	4,21%	0,07%	0,00%
BCP	0,24%	0,00%	0,25%	0,37%
DPL	0,63%	0,02%	0,00%	0,00%

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, BBVA Asset Management cuenta con el manual de “gestión de conflicto de intereses AGF”, donde se establecen los criterios generales y específicos para su manejo.

Dentro de este contexto, BBVA Asset Management norma las actividades de sus empleados al momento de gestionar patrimonios por cuenta de terceros a través de la administradora, quienes además se encuentran en constante fiscalización para asegurar el cumplimiento de las normas. La finalidad del manual es dar un marco de acción adecuado para la toma de decisiones de inversión cuando existen posibles variables que inciden en forma similar entre distintos fondos, así como, dar las herramientas para 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 los posibles conflictos de interés que surjan, definiendo claramente el rol y responsabilidad de cada involucrado ante una eventual situación irregular.

¹⁰ Se considera la participación de mercado (medida como patrimonio administrado) sobre la base de los fondos mutuos tipo 1, en pesos, de la industria.

¹¹ Como fondos comparables se considera a los fondos mutuos tipo 1 administrados por BBVA Asset Management.

El departamento de control interno de la administradora realiza fiscalizaciones en función de los riesgos asociados a cada unidad operativa que pueda ser susceptible de generar conflicto de interés.

De acuerdo con la política enunciada por la administradora, en caso que un conflicto de interés no haya podido prevenirse, debe resolverse garantizando una igualdad de trato, y actuar de modo transparente y diligente en pro del interés de sus clientes, comportándose en forma similar a la que se tendría a si correspondiera a una posición propia.

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

Remuneraciones y comisiones

La remuneración por los servicios se aplica al monto que resulta de deducir el valor neto diario del fondo antes de remuneración, los aportes recibidos previo al cierre de operaciones del fondo y de agregar los rescates que corresponda liquidar en el día, esto es, aquellos rescates solicitados antes de dicho cierre. El fondo no contempla pago de comisiones ni otros cobros, asumiendo los gastos que impliquen la operación o comercialización del fondo.

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

Cuadro 5: FM BBVA Corporativo. Remuneraciones.

Serie	Remuneración Fija
A	Hasta un 0,8% anual (IVA incluido)
E	Hasta un 0,5% anual (IVA incluido)
B	Hasta un 0,7% anual (IVA incluido)
V	Hasta un 0,4% anual (IVA incluido)

Según el cierre del ejercicio de 2011, la AGF había recaudado por concepto de remuneración del fondo US\$ 1,47 millones.

Política de endeudamiento

El reglamento interno del fondo señala que BBVA Asset Management podrá acudir ocasionalmente a créditos bancarios de corto plazo, con un plazo de vencimiento de hasta 365 días y por una cifra equivalente al 20% del patrimonio del fondo, a cuenta del mismo, con el

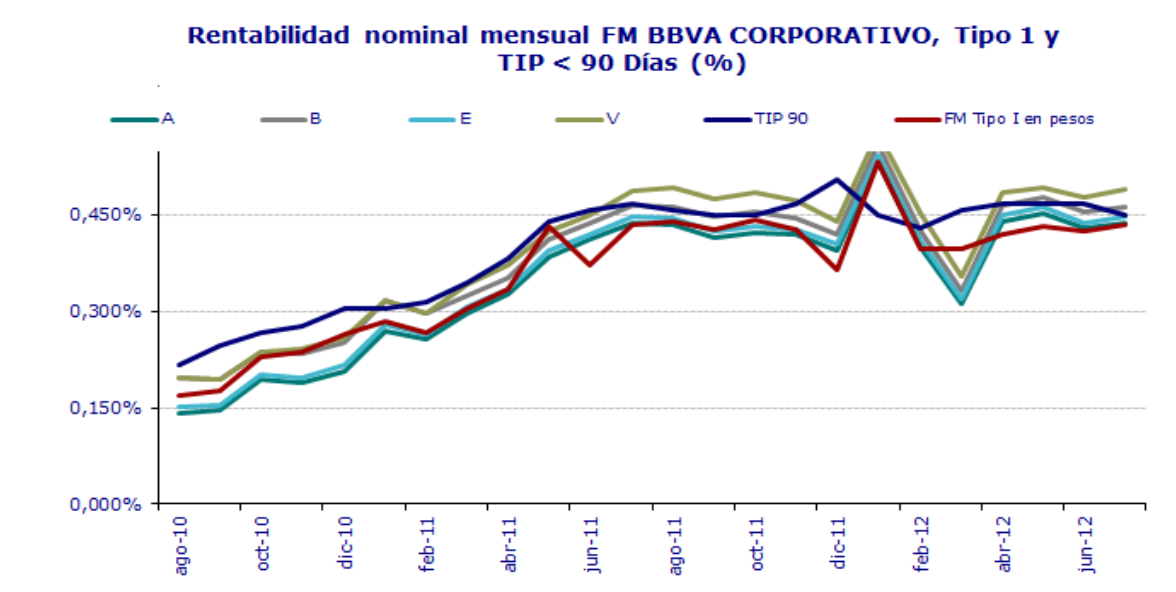
propósito de pagar rescates de cuotas y de realizar operaciones autorizadas por la SVS. De acuerdo con lo informado por los EEFF de diciembre de 2011, el fondo no presentaba obligaciones por este ítem.

Comportamiento del fondo y las cuotas

Rentabilidad y riesgo

En términos comparativos, y considerando el efecto de las remuneraciones, en los últimos dos años la rentabilidad de sus series ha evolucionado de forma muy similar a la TIP (Tasa Interbancaria Promedio) entre 30 y 89 días¹². Lo anterior es adecuado, por cuanto a través de su historia el fondo ha cumplido con el propósito que persigue, que es convertirse en una alternativa de inversión similar al depósito a plazo, pero con una mayor liquidez y flexibilidad. En la práctica, el promedio mensual de la rentabilidad de cada una de las series del **FM BBVA Corporativo** para los últimos 24 meses, reafirma el objetivo planteado, alcanzando indicadores de 0,348%, 0,380%, 0,357% y 0,396% para las series A, E, B y V, respectivamente, en tanto que la TIP mostró un promedio de 0,397%. Cabe destacar que la serie V (cuyo requisito de ingreso es MM\$ 150), ha mostrado un rendimiento superior al mercado comparable y el *benchmark*. El gráfico que sigue muestra la evolución de la rentabilidad nominal de las series del fondo, junto con el rendimiento de la TIP a 90 días y el de mercado tipo I definido anteriormente.

¹² *Benchmark* definido para fondos *money market* en pesos.



A continuación se muestra un análisis rentabilidad para el **FM BBVA Corporativo** en relación a la TIP y los fondos tipo I, en pesos, de la industria (rentabilidades en base mensual):

Cuadro 6: Fondo BBVA Corporativo. Análisis Rentabilidad: Rentabilidad base mensual.

BBVA Corporativo	A	B	E	V	TIP 30 a 89 días	FM Tipo 1 en pesos
Rentabilidad Mes Actual	0,437%	0,463%	0,446%	0,489%	0,449%	0,434%
Rentabilidad Mes Anterior	0,429%	0,454%	0,438%	0,477%	0,468%	0,424%
Últimos seis meses	0,412%	0,436%	0,420%	0,458%	0,458%	0,457%
Últimos 12 meses	0,424%	0,450%	0,433%	0,474%	0,474%	0,460%
Rentabilidad YTD 2012	0,429%	0,453%	0,438%	0,475%	0,456%	0,433%
Rentabilidad 24 meses	0,348%	0,380%	0,357%	0,396%	0,397%	0,360%
Des Est. (24 meses)	0,110%	0,102%	0,110%	0,111%	0,087%	0,096%
C. Variación 24 meses	0,32	0,27	0,31	0,28	0,22	0,27

Las rentabilidades anualizadas se presentan a continuación:

Cuadro 7: Fondo BBVA Corporativo. Análisis Rentabilidad: Rentabilidad anualizada.

BBVA Corporativo	A	B	E	V	TIP 30 a 89 días	FM Tipo I en pesos
Rentabilidad Mes Actual	5,375%	5,695%	5,491%	6,023%	5,520%	5,332%
Rentabilidad Mes Anterior	5,272%	5,581%	5,383%	5,871%	5,760%	5,205%
Últimos seis meses	5,054%	5,357%	5,164%	5,638%	5,638%	5,620%
Últimos 12 meses	5,208%	5,535%	5,320%	5,842%	5,842%	5,660%
Rentabilidad YTD 2012	5,270%	5,578%	5,381%	5,852%	5,606%	5,326%
Promedio (12 meses)	5,208%	5,536%	5,320%	5,842%	5,660%	5,258%
Promedio (24 meses)	4,254%	4,653%	4,366%	4,858%	4,875%	4,403%

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

Volatilidad del fondo (riesgo del portafolio)

Dado que la estructura del portafolio de inversiones se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en “Categoría AA-” o superior (a julio de 2012 alcanzan una concentración de 74,17%), y que la mayor parte de sus inversiones presentan niveles de riesgo superiores o iguales a N-1, se puede presumir que su cartera presenta un riesgo por *default* que puede considerarse reducido. Ahora bien, es importante destacar el aumento de la importancia de emisores clasificados en “Categoría A” en la cartera de inversión, que ha pasado de un promedio de 1,4% en 2009, a un promedio de 26,1% para los primeros siete meses de 2012.

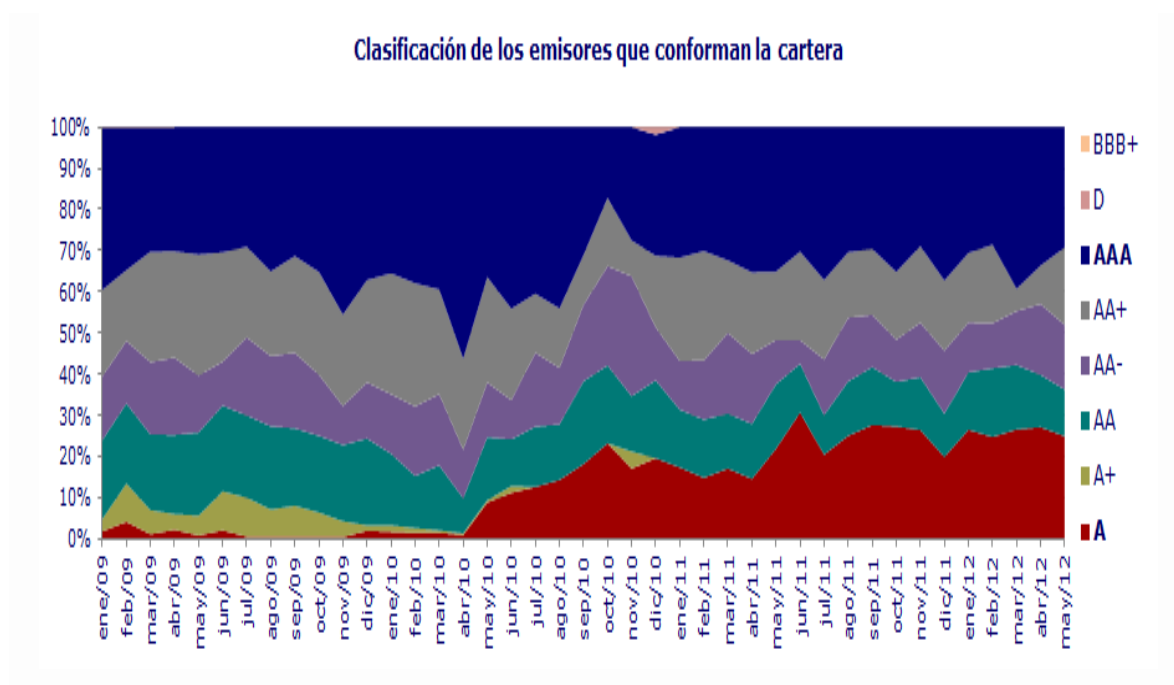
Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo, a julio de 2012 ésta tendría una pérdida esperada del orden del 0,002%, mostrando una tendencia creciente, a lo largo del horizonte estudiado. De hecho, al analizar el desempeño de este indicador para el periodo 2009-2012, se observa que éste ha aumentado de manera importante (se debe tener presente que la duración de la cartera es inferior a un año), pasando de un promedio de 0,00085% (agosto 2009 – julio

2010) a un promedio de 0,002% para los últimos doce meses¹³. El comportamiento volátil y alcista es posible atribuirlo en parte, al hecho de que el fondo ha aumentado la exposición en instrumentos de emisores de mayor riesgo.



Para analizar la evolución del riesgo crediticio de la cartera, a continuación se muestra la composición de la misma en relación al *rating* asociado a cada emisor, con lo cual se logra apreciar la adecuada estabilidad estratégica con que se maneja el fondo:

¹³ El promedio para el lapso equivalente de 2010-2011 fue de 0,11% valor que se vio afectado por la inversión en instrumentos de un emisor clasificado actualmente en categoría "D".



A partir del gráfico anterior, se aprecia el incremento en inversiones clasificadas en “Categoría A”, lo cual trae asociado un aumento en la pérdida esperada anteriormente señalada.

Por su parte, los riesgos de mercado, se ven atenuados por el perfil de la cartera de inversiones, que se concentra principalmente en el corto plazo, y casi completamente, en títulos en pesos de emisores nacionales (a julio de 2012 el 94,2% está invertido en moneda nacional). No obstante, se debe tener en cuenta las operaciones de contrato *forward* que realiza el fondo, las cuales son realizadas con entidades que cuentan con la mejor clasificación de riesgo disponible al momento de efectuar dicho contrato.

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. Aun cuando se estipula en el objetivo de inversión las monedas en las cuales pueden estar expresados los activos de la cartera, no establece restricciones explícitas en cuanto a porcentajes mínimos de la moneda funcional del fondo (pesos chilenos).

En lo referente a la concentración por emisor establecida en el reglamento interno (no más de 10% del activo), el fondo ha incumplido con lo establecido; sin embargo, esta situación ha sido de carácter pasivo, debido a la actual condición del mercado en donde las alternativas de inversión se encuentran bastantes restringidas y por lo mismo este es un factor transversal a la industria de fondos mutuos. No obstante, el fondo ha mostrado un comportamiento inestable en cuanto a límites por emisor, alcanzando un promedio mensual de 3,5% de excesos de inversión en lo que va de 2012.

Como se muestra en la Cuadro 4, la cartera de inversión está casi totalmente compuesta por depósitos a plazo nominales de bancos nacionales (99,1% promedio YTD 2012), los que presentan una baja diversificación por emisor, incumpliendo la política de diversificación anteriormente mencionada (máximo de un 10% invertido en un emisor). A julio de 2012 ocho emisores concentran el 75,96% de las inversiones y en uno de ellos se incumple el reglamento. Los niveles de diversificación de la cartera no se encuentran de acuerdo a las políticas establecidas en el reglamento interno del fondo.

Cuadro 7: Diversificación de los emisores Fondo BBVA Corporativo

Principales emisores	% del activo del fondo				Clasificación del emisor de largo plazo
	promedio 2009	promedio 2010	promedio 2011	promedio 2012 YTD	
Banco Santander	9,71%	10,23%	9,56%	7,71%	AAA
Corpbanca	9,19%	9,43%	9,19%	10,26%	AA
BCI	9,10%	7,80%	9,49%	7,14%	AA+
Banco de Chile	7,52%	8,14%	9,59%	5,20%	AAA
Security	8,04%	8,65%	6,89%	5,53%	AA-
Banco Itaú	6,91%	7,63%	6,30%	9,19%	AA-
BBVA	7,95%	5,99%	7,75%	7,37%	AA+
Consorcio	0,00%	7,89%	8,36%	9,84%	A
Concentración	58 %	66 %	67 %	62 %	

Liquidez de la cuota

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

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

Liquidez del fondo

La política de desinversión del fondo descansa principalmente en el hecho de que la cartera de inversión es principalmente de corto plazo, reduciendo así el riesgo de salida de sus inversiones. Por otro lado, el portafolio de inversión tiene un *duration* inferior a 90 días (promedio de 59 días entre enero de 2009 y julio de 2012) y se concentra en papeles que presentan mercado secundario, los cuales son de bajo riesgo y presentan una liquidez suficiente. Sin embargo, a pesar de que a lo largo de su historia el fondo no se ha visto afectado por retiros significativos que puedan poner en riesgo la liquidez del fondo, evidencia una alta concentración de aportantes (a agosto de 2012 los ocho principales aportantes concentran el 31,16% del fondo), lo cual en opinión de **Humphreys** podría generar problemas de manejo de caja del fondo.

Valorización de las cuotas

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

Según la Circular N° 1.990 del año 2010, las sociedades que administran fondos mutuos tipo 1, que valorizan los instrumentos financieros de la cartera de inversiones al valor resultante de actualizar el o los pagos futuros de cada instrumento, utilizando como tasa de descuento la tasa interna de retorno implícita en la adquisición del instrumento (TIR de compra), deberán:

- 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 RiskAmerica¹⁴, es la encargada de proveer el sistema de valorización para la industria de fondos mutuos.

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

De acuerdo a lo reportado al cierre de 2011, BBVA Asset Management realizó ajustes por diferencia de tasas, basándose en el Sistema Único de Precios que rige a la industria. Según lo informado, con fecha 20/12/2011 **FM BBVA Corporativo** se vio afectado por dichas modificaciones.

¹⁴ 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.”