



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

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

Fondo Mutuo EuroAmerica Proyección E

Octubre 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 22433 201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Cuotas	AA-fm
Riesgo de mercado	M5
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Diciembre 2014 ¹
Administradora	EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Fondo Mutuo EuroAmerica Proyección E (en adelante **FM Proyección E**) comenzó sus operaciones el 17 de abril de 2009 y es administrado por EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A. (en adelante EuroAmerica AGF), sociedad filial de EuroAmerica S.A.

El objetivo primario del fondo mutuo, de acuerdo con lo establecido en su reglamento interno, es implementar una política que considere invertir en forma directa e indirecta en instrumentos de deuda (mínimo 70%) e instrumentos de capitalización emitidos por emisores nacionales y extranjeros.

Al 31 de agosto de 2015, el capital administrado por el fondo ascendía a US\$ 111 millones, compuesto en su totalidad por instrumentos de renta fija.

Entre las fortalezas del **FM Proyección E** que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo de sus cuotas en "*Categoría AA-fm*" destaca las características propias de su cartera de inversiones, orientada, según antecedentes históricos, a instrumentos de bajo riesgo crediticio, lo cual se refleja en un indicador de pérdida esperada que ha promediado 0,07723% en el último año.

Adicionalmente, la clasificación de las cuotas incorpora como un factor positivo, la administración de EuroAmerica AGF, que posee una buena capacidad de gestión para administrar fondos y la experiencia de la misma en la administración de carteras que invierten en instrumentos de deuda, permitiendo presumir una baja probabilidad de un deterioro significativo en el nivel de riesgo actual de las cuotas.

La clasificación también considera favorable el método de valorización de los instrumentos y de las cuotas del fondo, mecanismo que permite reflejar razonablemente su precio de mercado; así como la buena liquidez de sus inversiones, lo cual facilita el cumplimiento por parte de la administradora ante la solicitud de rescate de cuotas por parte de los aportantes.

¹ Corresponden a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la SVS al cierre de agosto de 2015 (cartera de inversiones, valores 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, según los límites establecidos en el reglamento interno del fondo, podría presentar variaciones significativas en cuanto a riesgo crediticio de los emisores (sobre *B/N-4*), lo cual trae consigo un deterioro potencial en el riesgo de las cuotas, y además, por el hecho de que contempla la opción de utilizar instrumentos de cobertura e inversión dentro de su cartera. Con todo, se consideran como atenuantes las restricciones que se impone la sociedad administradora, en términos de políticas internas de inversión más restrictivas que las exhibidas por el reglamento interno. Si bien existe amplitud de definición en cuanto a 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.

Los mecanismos establecidos para evitar conflictos de interés, según opinión de **Humphreys**, se resuelven idóneamente en el manual respectivo, formulando adecuadamente la forma de proceder para a la resolución y manejo de los conflictos y asignando claramente las responsabilidades y roles.

La clasificación de riesgo de mercado corresponde a *M5*, en atención al perfil de la cartera, que puede ser expresada en distintas monedas y en activos de larga duración. Dentro de los primeros ocho meses de 2015, el fondo ha respetado el margen máximo por emisor establecido en el reglamento interno. La duración promedio de la cartera, en tanto, se ha mantenido dentro de los plazos definidos por el reglamento, promediando 5,7 años en los últimos doce meses.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se califica "*Estable*"², 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 actual de riesgo y composición de cartera. Además, es necesario que la sociedad administradora mantenga sus actuales estándares de calidad.

Resumen Fundamentos Clasificación (No considera riesgo de Mercado)

Fortalezas centrales

- Comportamiento del fondo, con bajos niveles de pérdida esperada.

Fortalezas complementarias

- Adecuados equipos de trabajo.
- Adecuado manejo de conflicto de interés.
- Adecuada rentabilidad del fondo.

Limitantes

- Amplitud de límite en relación al riesgo de los activos (fuertemente atenuado por políticas internas y evidencia de comportamiento pasado).
- Sensibilidad de la cartera ante cambios en la tasa de interés.

² Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Definición categorías de riesgo

Categoría AAfm

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

"-": Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría M5

Cuotas con alta sensibilidad a cambios en las condiciones de mercado.

Antecedentes generales

El **FM Proyección E** es administrado por EuroAmerica AGF, sociedad que forma parte del Grupo EuroAmerica, *holding* financiero de reconocido prestigio, con más de cien años en el mercado nacional. En cuanto a sus operaciones, el grupo se divide en compañía de seguros de vida, corredora de bolsa, administradora de fondos y servicios financieros.

Según información otorgada por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), al 31 de agosto de 2015, la sociedad administraba un total de 25 fondos mutuos y cuatro fondos de inversión. El patrimonio total de fondos mutuos gestionados ascendió aproximadamente a US\$ 787 millones, cifra que le otorgaba una participación de mercado en torno al 2,0%. En términos de montos, las principales concentraciones la constituyen los fondos tipo 6, de libre inversión, con un 59%, seguido por los fondos dirigidos a inversionistas calificados (tipo 8), con un 11%. Entre los fondos tipo 6, EuroAmerica AGF mostraba una participación de 8,1% del mercado.

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

Cuadro 1: Distribución de fondos administrados

Distribución por tipo de fondos	
Deuda corto plazo menor a 90 días	8,4%
Deuda corto plazo menor a 365 días	8,9%
Mediano y largo plazo	9,1%
Mixto	0,3%
Capitalización	3,4%
Libre inversión	58,9%
Estructurados	Sin fondos
Inversionistas calificados	10,8%

Visión de negocio

La constitución de fondos por parte de la administradora se enmarca dentro de la estrategia de negocio global de EuroAmerica S.A., lo cual implica tener diversas alternativas de inversión dirigidas tanto a personas como a empresas e instituciones. Es así como la administradora gestiona fondos mutuos de renta fija y variable en instrumentos nacionales e internacionales, en ellos el cliente puede invertir dependiendo de su horizonte de inversión y perfil de riesgo.

Estructura organizacional

El directorio de la sociedad, presidido por el Sr. Nicholas Davis, está compuesto por cinco 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 y la gerencia general de la administradora a agosto de 2015:

Tabla 2 : Directorio y gerencia general EuroAmerica AGF

Directorio	Cargo
Nicholas A. Davis Lecaros	Presidente
Carlos Muñoz Huerta	Vicepresidente
Nicolás Gellona Amunategui	Director
Jorge Lesser Garcia-Huidobro	Director
José De Gregorio Rebeco	Director
Sergio Rosenberg Aratangy	Gerente General

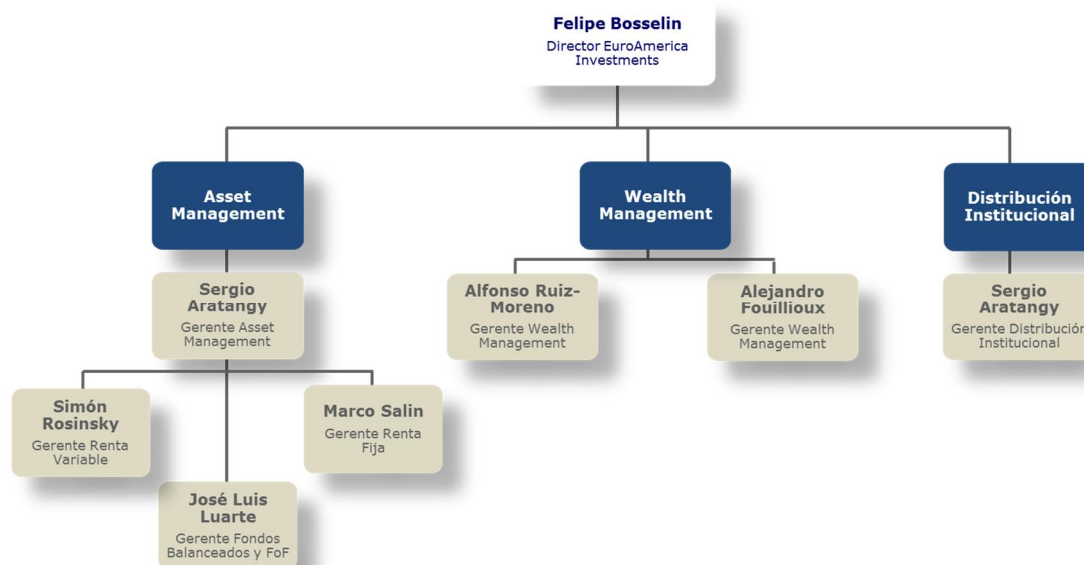
El directorio de la sociedad lo componen tanto miembros del directorio de la empresa matriz como ejecutivos de la misma lo que refuerza la integración estratégica de la administradora dentro del *holding*.

En cuanto a su estructura administrativa, la gerencia general de la sociedad recae sobre el Sr. Sergio Rosenberg Aratangy, cuyo objetivo principal es 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 EuroAmerica AGF se cruza con la estructura del grupo, siendo apoyada por las distintas áreas funcionales de ésta, lo que le permite beneficiarse de la escala global del *holding*.

En cuanto a la estructura propia de la sociedad administradora, presenta una disponibilidad de recursos que responde adecuadamente a las necesidades de sus negocios, permitiendo sustentar el normal desempeño de sus operaciones; no obstante, en la medida que aumente el volumen de éstas, deberán ir reforzándose y adecuándose a las nuevas exigencias.

En el siguiente cuadro se presenta el organigrama correspondiente a EuroAmerica AGF:



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 EuroAmerica Administradora General de Fondos.

Fondo y cuotas del fondo

Objetivos y política de inversión del fondo

FM Proyección E tiene como objetivo, según señala su reglamento interno, la implementación de una política que considera invertir en forma directa e indirecta en instrumentos de deuda e instrumentos de capitalización emitidos por emisores nacionales y extranjeros. La inversión directa e indirecta en instrumentos de deuda emitidos tanto por emisores nacionales como extranjeros tiene como límite mínimo un 70% del valor total de los activos del fondo.

El fondo está orientado a personas que desean incrementar el valor de sus ahorros e inversiones en el largo plazo, siendo una alternativa para quienes desean realizar ahorro previsional voluntario en forma individual o colectiva.

La política de inversiones estipulada en el reglamento permite y/o obliga:

- Invertir en instrumentos cuya clasificación de riesgo equivalga a "Categoría B", "N-4", o superiores.
- Invertir en mercados que cumplan con las condiciones señaladas en la Norma de Carácter General N° 308 de la SVS o aquella que modifique y/o reemplace (Ver Anexo N°2).

- Mantener inversiones denominadas en las distintas monedas estipuladas en el reglamento interno, con un porcentaje máximo del 100% del activo del fondo (Anexo N°3).
- Un límite máximo de inversión por emisor de 20% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión en cuotas de un fondo de inversión extranjero de 25% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión en títulos de deuda de securitización de 25% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión por grupo empresarial y sus personas relacionadas de 30% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión en cuotas de fondos administrados por la AGF o por personas relacionadas de 10% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión en instrumentos emitidos o garantizados por personas relacionadas a la administradora de 0% del activo del fondo.

El fondo no puede invertir en instrumentos emitidos o garantizados por personas relacionadas a la AGF.

Cabe destacar que la política de inversiones del fondo no hace diferenciación para valores emitidos por sociedades anónimas que no cuenten con el mecanismo de Gobierno Corporativo descrito en el artículo 50 Bis de la Ley N°18.046.

En la práctica, **FM Proyección E** ha presentado una cartera de inversión concentrada principalmente en bonos bancarios, corporativos, papeles del Banco Central de Chile y depósitos de corto plazo, que en los últimos doce meses alcanzaron participaciones promedio de 42,1%, 22,3%, 12,0% y 10,5%, respectivamente. Respecto de la clasificación de largo plazo de las instituciones que emiten los activos subyacentes de la cartera, al cierre de agosto de 2015, el 84,36% de los instrumentos compuestos por la cartera alcanzaban "Categoría AA-" o superior (promedio de 85,92% para los últimos doce meses) respetando la cota de clasificación de riesgo de emisores mínima estipulada en el reglamento interno (Categoría B). El portafolio se ha ido enfocando cada vez más en instrumentos de menor plazo. Es así como durante los primeros ocho meses de 2015, la cartera tuvo un *duration* de 4,2 años, mientras que en igual período de 2011 alcanzó un período de 8,3 años. Cabe destacar que durante los últimos doce meses, el fondo no presentó incumplimientos en cuanto a límites por emisor establecidos en el reglamento interno.

En opinión de **Humphreys**, el reglamento del **FM Proyección E** explicita de manera adecuada las características de los instrumentos en los cuales el fondo puede invertir sus recursos. Sin embargo, en relación a la composición actual de sus activos, y dadas las restricciones de inversión a las que debe someterse, existe la posibilidad de deterioro en el nivel de riesgo crediticio sin incumplir lo establecido en el reglamento interno. 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 unidades de fomento y pesos chilenos³.

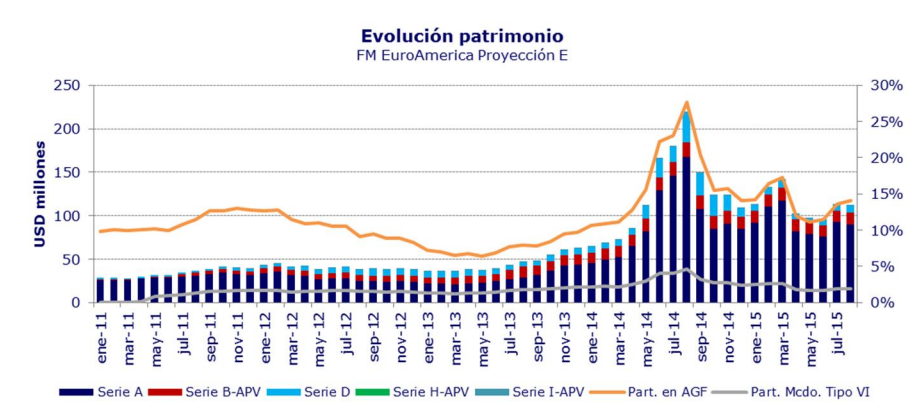
³ Al cierre de agosto de 2015, el 83% del activo del fondo se encuentra expresado en UF. mientras que el 16% en pesos.

Composición del fondo

El **FM Proyección E** tiene seis series de cuotas vigentes a la fecha⁴, que se describen a continuación:

- **Serie A** : Para todos los partícipes que quieran invertir en el fondo.
- **Serie B-APV** : Para inversión en planes de APV (Ahorro Previsional Voluntario), con planes colectivos o grupales hasta 100 partícipes.
- **Serie D** : Para inversión por montos iguales o superiores a \$ 500 millones.
- **Serie H-APV** : Para inversión en planes de APV (Ahorro Previsional Voluntario), con planes colectivos o grupales entre 101 y 300 partícipes.
- **Serie I-APV** : Para inversión en planes de APV (Ahorro Previsional Voluntario), con planes colectivos o grupales superiores a 300 partícipes.
- **Serie EXT** : Para inversionistas sin domicilio ni residencia en Chile.

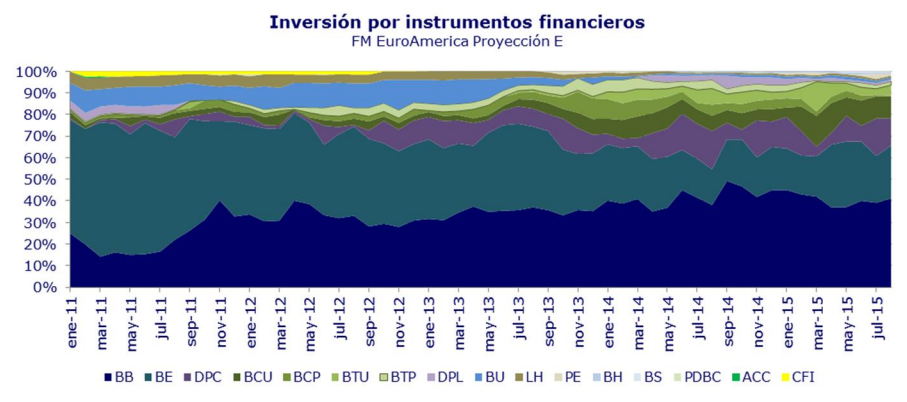
El patrimonio del fondo aumentó bastante durante el año 2015, alcanzando US\$ 218,6 millones en agosto de 2014. Desde esa fecha, el patrimonio del fondo ha disminuido hasta alcanzar US\$ 111,3 millones en agosto del presente año.



El mayor nivel patrimonial observado en los últimos doce meses, se ha traducido en una disminución de su participación, tanto dentro de la AGF (desde 20,4% a 14,1%), como dentro del mercado de fondos tipo 6 (desde 3,2% a 1,9%).

En términos de activos, la composición del fondo ha estado compuesta principalmente por bonos bancarios, corporativos, del Banco Central y por depósitos a plazo. El siguiente cuadro muestra el comportamiento de las inversiones del fondo:

⁴ La Serie EXT no tenía partícipes al momento de la clasificación.



Cuadro 3: Composición cartera

Instrumento	Promedio anual				
	2011	2012	2013	2014	2015 YTD
BB : Bonos bancarios	21,82%	31,79%	34,64%	41,41%	40,38%
BE : Bonos de empresas	49,77%	38,15%	33,47%	21,30%	23,56%
DPC : Depósitos corto plazo	2,80%	4,74%	9,62%	10,78%	10,58%
BCU : Bonos Banco Central de Chile en UF	2,15%	2,65%	3,75%	7,45%	10,52%
BCP : Bonos Banco Central de Chile en pesos	1,61%	2,13%	4,28%	5,23%	2,38%
BTU : Bono TGR en UF	2,88%		0,88%	4,63%	5,39%
BTP : Bono TGR en pesos	0,69%	2,85%	3,65%	3,79%	1,68%
DPL : Depósitos largo plazo	3,35%			2,95%	1,31%
BU : Bonos subordinados	7,85%	10,63%	6,81%	0,95%	1,10%
LH : Letras hipotecarias	4,85%	4,28%	3,06%	1,02%	0,88%
PE : Pagarés de empresas		0,25%	1,00%	0,42%	1,21%
BH : Bonos hipotecarios				0,56%	0,67%
BS : Bonos securitizados					0,52%
PDBC : Pagares descontables Banco Central de Chile	0,47%	0,95%	0,16%	0,24%	
ACC : Acciones de sociedades anónimas abiertas	0,43%				
CFI : Cuotas de fondos de inversión	1,66%	1,09%			
Total	95,47%	98,23%	99,49%	99,60%	99,63%

Proceso de inversión

Para el cumplimiento de los objetivos de los fondos administrados, EuroAmerica AGF cuenta con un equipo de profesionales, encabezados por el gerente general, seguido de los gerentes de *Asset Management*, *Wealth Management* y Distribución Institucional.

Dentro del proceso de inversiones, cada fondo tiene definida una política interna -explicitada en los manuales "Políticas de Cartera de Inversiones", "Políticas de Riesgo Financiero e Información a los Emisores" y en su reglamento interno- en base a la cual se toman las decisiones de compra y venta de instrumentos. Lo anterior

se complementa con las tácticas de inversión particular de cada fondo y con información concerniente a las expectativas sobre el mercado de capitales.

El equipo de inversión, específicamente el área de renta fija, se reúne semanalmente para materializar los comités de inversiones. Estos comités están dirigidos por el gerente de renta fija y conformados por sus respectivos *portafolio managers*, además de los analistas del área. Los comités se encuentran segmentados según objetivo, teniendo un comité estratégico (visión *top-down*), dos comités sectoriales (visión *bottom-up*) y un comité de análisis de exposición/posición, que en la práctica es la instancia formal para analizar el control de gestión y el riesgo del portafolio. Para el caso específico de **FM Proyección E**, las principales variables que se definen en el comité son el *duration* de la cartera y los límites máximos de exposición por clasificación de riesgo de los emisores.

A su vez -en promedio cuatro veces al año- se realiza un comité de productos, en el cual participan las áreas comercial, *marketing*, distribución e inversiones. En éste se presentan proyectos de nuevos fondos y se discute sobre posibles mejoras a los fondos actuales para que se adecuen de mejor manera a las necesidades de los clientes. Los nuevos proyectos, en tanto, nacen de la interacción de los conocimientos que tienen del mercado y sus clientes, las diversas áreas involucradas en el proceso.

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, EuroAmerica AGF cuenta con el "Manual de Manejo de Información de Interés de Mercado", vigente desde marzo de 2010, en el cual se establecen los criterios generales y específicos para su manejo.

Dentro de este contexto, EuroAmerica 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.

En paralelo, el manual da un marco de acción adecuado para la toma de decisión cuando existen objetivos similares entre distintos fondos; asimismo, entrega las herramientas para garantizar un trato igualitario a los partícipes, independiente de su fondo y, por último, da a conocer los mecanismos existentes para controlar, evitar y solucionar un eventual conflicto de interés, definiendo claramente el rol y responsabilidad de cada involucrado ante una eventual situación irregular.

Cualquier infracción en contra de las disposiciones establecidas debe ser informada al gerente general, quien es el responsable de analizarla y, si correspondiere dictar una sanción según la naturaleza y gravedad de los hechos y sus consecuencias para la AGF, sus accionistas y el mercado en general.

En opinión de **Humphreys**, el manejo de los conflictos de interés está muy bien acotado por el manual del mismo nombre, especificando de manera clara y precisa, pero con la flexibilidad necesaria, los eventuales conflictos que pudiesen suscitarse en la operación de los fondos. Además se establecen los procedimientos

pertinentes para asegurar la no ocurrencia de los mismos y en el caso que llegasen a existir, dar las pautas para la solución de los mismos.

Remuneración y comisiones

La remuneración por los servicios se aplica al monto que resulta de deducir al valor neto diario del fondo antes de remuneración, los aportes revividos previo al cierre de sus operaciones y de agregar los rescates que corresponda liquidar en el día, esto es, aquéllos solicitados antes de dicho cierre. Con respecto a otros cobros, sólo la serie X establece un pago de comisión por rescate de cuotas, en función de la permanencia en la misma.

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

Cuadro 4 : Series FM EuroAmerica Proyección E

Serie	Remuneración fija anual (IVA inc.)	Comisión diferida rescate (IVA inc.)
A	Hasta 3,094%	No contempla
B-APV	Hasta 1,70%*	No contempla
D	Hasta 1,60 %	No contempla
H-APV	Hasta 1,50%*	No contempla
I-APV	Hasta 1,30%*	No contempla
EXT	Hasta 2,60%*	No contempla

* Serie exenta de IVA

Según información entregada por la administradora, durante los primeros ocho meses de 2015, el fondo recaudó US\$ 221 mil por concepto de remuneración (US\$ 359 mil durante el período 2014).

Política de endeudamiento⁵

Según lo establecido en el reglamento interno el fondo no contempla la posibilidad de endeudamiento, situación que se ha cumplido en los hechos.

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 bajo la rentabilidad promedio de los fondos mutuos tipo 6 en pesos (Mcdo. Tipo 6 CLP) y de los fondos tipo E del sistema de AFP chileno⁶ (Fondo E AFP), pero manteniendo una tendencia similar a éstos. Lo anterior es consecuencia que se ha diseñado una estrategia destinada a seguir la

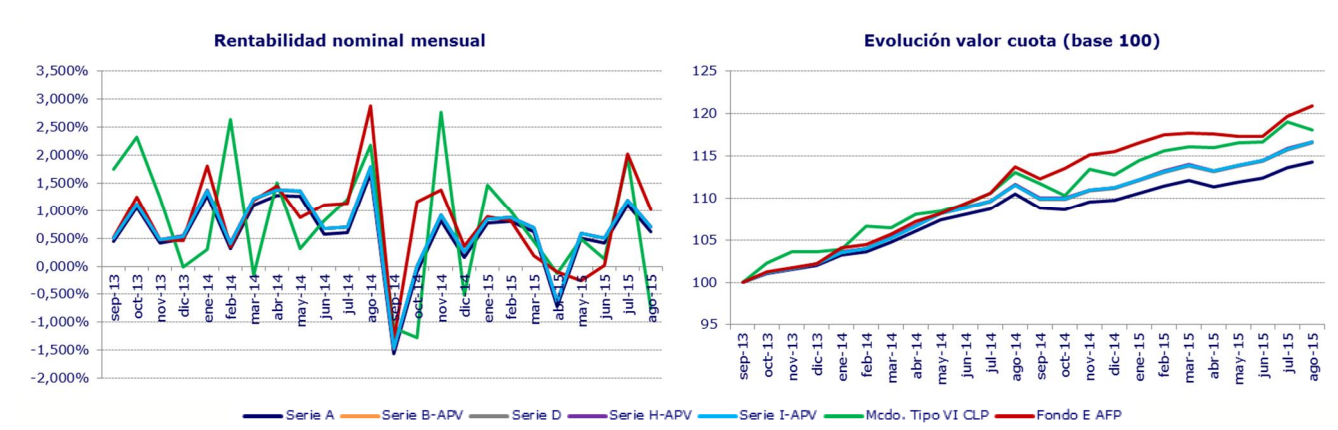
⁵ El reglamento interno no especifica los límites a los gravámenes que está sujeto el fondo.

⁶ *Benchmark* definido para este fondo.

rentabilidad de los fondos tipo E, y a partir de ello convertirse en una alternativa de inversión “para personas interesadas en realizar ahorro previsional voluntario de largo plazo.

Durante los últimos 24 meses, el promedio mensual de la rentabilidad de las series del **FM Proyección E** ha sido inferior al mercado de fondos de libre inversión en pesos (Mcd. Tipo 6 CLP) y a la de su *Benchmark*. En ese período, las series A, B-APV, D, H-APV e I-APV alcanzaron rentabilidades de 0,578%, 0,667%, 0,661%, 0,667% y 0,665%, mientras que su mercado y su *Benchmark* promediaron 0,769% y 0,816% mensual respectivamente. No obstante, todas las series, excepto la A, tuvieron menor volatilidad que el Fondo E y que su mercado de referencia.

El gráfico que sigue, muestra la evolución de la rentabilidad de cada una de las series fondo, junto con el rendimiento del Fondo E de las AFP y el de mercado de fondos tipo 6 en pesos.



A continuación se muestra un análisis de rentabilidad riesgo del fondo (rentabilidades en base mensual):

Cuadro 5: Análisis Rentabilidad FM EuroAmerica Proyección E (base mensual)

FM EuroAmerica Proyección E	Serie A	Serie B-APV	Serie D	Serie H-APV	Serie I-APV	Tipo 6 CLP	Fondo E AFP
Mes actual	0,617%	0,702%	0,703%	0,702%	0,702%	-0,755%	1,024%
Mes anterior	1,103%	1,189%	1,189%	1,189%	1,189%	1,971%	2,027%
Últimos seis meses	0,422%	0,505%	0,505%	0,505%	0,505%	0,356%	0,480%
Últimos doce meses	0,283%	0,370%	0,367%	0,370%	0,370%	0,368%	0,510%
YTD	0,513%	0,594%	0,594%	0,594%	0,594%	0,574%	0,572%
Desv. Std. (24 meses)	0,680%	0,682%	0,681%	0,682%	0,681%	1,156%	0,847%
Promedio (24 meses)	0,578%	0,667%	0,661%	0,667%	0,665%	0,769%	0,816%
C. Variación (24 meses)	1,18	1,02	1,03	1,02	1,03	1,50	1,04

Las rentabilidades anualizadas del fondo se presentan a continuación:

Cuadro 6: Análisis Rentabilidad FM EuroAmerica Proyección E (base anual)

FM EuroAmerica Proyección E	Serie A	Serie B-APV	Serie D	Serie H-APV	Serie I-APV	Tipo 6 CLP	Fondo E AFP
Mes actual	7,654%	8,761%	8,770%	8,761%	8,761%	-8,697%	13,005%
Mes anterior	14,063%	15,236%	15,245%	15,236%	15,237%	26,385%	27,221%
Últimos seis meses	5,181%	6,229%	6,237%	6,229%	6,229%	4,363%	5,909%
Últimos doce meses	3,454%	4,533%	4,498%	4,533%	4,533%	4,502%	6,294%
YTD	6,339%	7,362%	7,362%	7,362%	7,362%	7,112%	7,089%
Promedio (24 meses)	7,155%	8,298%	8,232%	8,298%	8,272%	9,624%	10,249%

Volatilidad del fondo (riesgo del portafolio)

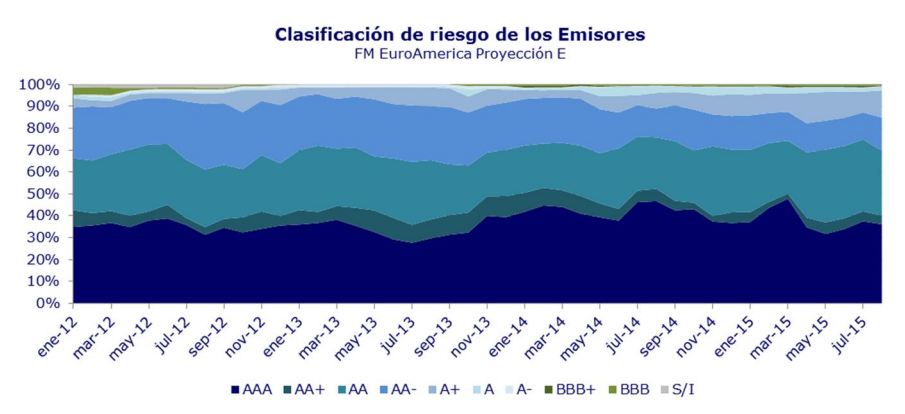
Dado que la estructura del portafolio de inversión del **FM Proyección E** ha ido cambiando, orientándose con mayor fuerza hacia instrumentos provenientes de emisores con mejor clasificación de riesgo (en agosto de 2015, los emisores clasificados en "Categoría AA-" o superior alcanzaron una concentración de 84,4% del activo del fondo), es posible presumir que su cartera presenta un riesgo por *default* que, a la fecha, puede considerarse reducido. Cabe destacar que la mejora en el riesgo crediticio de la cartera se relaciona con la disminución que han experimentado emisores clasificados en "Categoría BBB+" e inferiores del portafolio, que en 2011 promediaron 4,54%, mientras que en los últimos doce meses alcanzaron un promedio de 0,99%, en favor de títulos con mejor *rating*.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera al 31 de agosto de 2015, ésta tendría una pérdida esperada del orden del 0,0752%, fluctuando entre 0,0664% y 0,0921% en los últimos doce meses (para un horizonte de seis años plazos). Al observar el desempeño de este indicador en los últimos años, se evidencia que éste ha disminuido en el tiempo (teniendo presente que la magnitud del indicador es inferior a 1%), que pasó de un promedio de 0,1187 en 2012, a 0,0771 en lo que va del presente año. Esta situación ha ido a la par con una disminución en el *duration* de la cartera, pasó de una media de 2.221 días a 1.528 días en el mismo período. La reducción en la pérdida esperada es posible atribuirla en parte, al hecho que el fondo disminuyó su exposición hacia instrumentos de emisores clasificados en "Categoría A+" y "Categoría A", a favor de activos subyacentes provenientes de instituciones clasificadas en categorías de menor riesgo crediticio, en particular hacia emisores evaluados en "Categoría AA" y "Categoría AAA".

A continuación se muestra la composición de la cartera en relación al *rating* asociado a cada emisor con el fin de analizar la evolución del riesgo crediticio de largo plazo de la misma y la pérdida esperada del fondo.



Para analizar a través del tiempo el cambio en el riesgo crediticio de la cartera, se muestra a continuación la composición de la misma en relación al *rating* asociado a cada emisor, apreciándose una adecuada estabilidad en términos de solvencia de emisores.



A partir del gráfico anterior, se aprecia una estructura de inversiones que ha privilegiado emisores clasificados en "Categoría AAA" y "Categoría AA", que en agosto de 2015 representaron el 35,9% y el 29,5% del portafolio respectivamente.

En cuanto a los riesgos de mercado, se ven acentuados por el perfil de la cartera de inversiones, que se concentra principalmente en el largo plazo (mayor exposición a cambios en la tasa de interés). Por otra parte, si bien en el pasado las inversiones realizadas por el fondo se encontraban expresadas en una diversidad de monedas, a contar de septiembre de 2012, la totalidad de la cartera está compuesta por emisores nacionales (en agosto de 2015, la cartera estaba compuesta en un 83,3% en unidades de fomento y en un 16,0% en pesos chilenos). Sin perjuicio de lo anterior, el reglamento interno da la posibilidad al fondo de invertir en una variedad de monedas. El *duration* de la cartera ha promediado 4,2 años en lo que va del presente año.

Niveles de concentración (o diversificación del fondo)

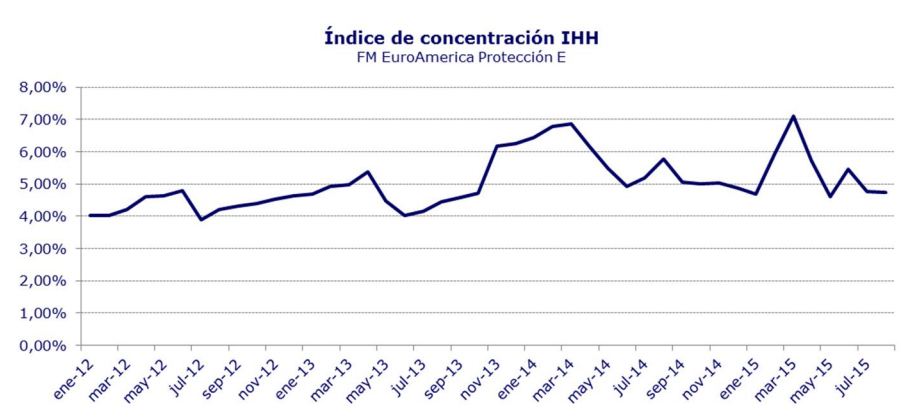
El fondo debe cumplir con los requisitos mínimos de diversificación contemplados en el reglamento interno y la Ley N° 1.328, de modo que los excesos de inversión no están permitidos y, en el caso que ocurran -ya sea por efecto de fluctuaciones en el mercado o por causa ajena a la administradora- la SVS debe establecer en cada caso las condiciones y plazos en que se debe proceder 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.

Sumado a lo anterior, el “Manual de Riesgo Financiero e Información a Emisores” define restricciones a la diversificación de este fondo y norma aspectos referidos a la liquidez de los títulos representativos de capital de respaldo, a las contrapartes de simultáneas (Corredoras de Bolsa) y a la duración de la cartera, entre otras.

Durante los últimos tres años no han existido incumplimientos en el reglamento interno en cuanto a la diversificación, lo que es explicado tanto por su correcta administración, como por lo poco restrictivo del mismo.

El siguiente gráfico muestra la evolución del índice de *Herfindahl e Hirschman*⁷ (IHH) que mide la concentración económica en los mercados, en el que se puede ver la evolución del fondo en sus niveles de concentración:



En el Cuadro 7, se observan los ocho mayores emisores del fondo dentro de la cartera de inversión, que en agosto de 2015 sumaron un 52% y está compuesta principalmente por bonos bancarios, depósitos a plazo nominales de bancos nacionales y bonos estatales.

⁷ Mientras mayor es el índice, más concentrado, o menos competitivo es el mercado.

Cuadro 7: Mayores emisores del fondo

Institución	Clasif. riesgo	% del activo del fondo				
		dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	ago-15
Banco Central	AAA	5,55%	5,21%	16,82%	10,24%	10,57%
Banco Itaú	AA	1,64%		2,91%	7,75%	8,80%
Banco BBVA	AA	5,55%	2,68%	3,46%	7,13%	6,81%
Tesorería General de la República	AAA	1,58%	3,20%	6,44%	6,63%	6,35%
Banco de Chile	AAA	3,60%	7,71%	2,60%	5,51%	5,79%
BancoEstado	AAA	4,01%	3,93%	2,09%	2,95%	4,77%
Corpbanca	AA	4,41%	7,32%	6,19%	6,18%	4,73%
Banco Santander	AAA	5,28%	5,91%	3,60%	5,96%	4,56%
Sub-total		31,62%	35,94%	44,11%	52,35%	52,37%
Ocho mayores emisores		41,80%	52,60%	58,66%	54,75%	52,37%

Liquidez de la cuota

El reglamento interno del fondo establece que "cualquier partícipe tiene derecho, en cualquier tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo. Sin perjuicio de lo anterior, el partícipe podrá programar rescates, caso en el que 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 de diez días corridos, contado desde la fecha de presentación de la solicitud pertinente, o desde la fecha en que se dé curso al rescate, si se trata de un rescate programado. Además de lo anterior, el reglamento interno señala con claridad los procedimientos de rescate, lo cual sumado a las restricciones adicionales de liquidez autoimpuestas por la AGF, otorga un soporte a la disponibilidad de recursos. El reglamento interno no contempla una política excepcional por rescates de montos significativos.

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.

La capacidad de retiro de cada uno de los aportantes, salvo por el de mayor importancia relativa, no es muy elevada. Durante agosto de 2015, el fondo contaba con más de 5.100 partícipes. A la fecha, el principal aportante del fondo representaba un 33,6% del patrimonio (el segundo 2,36%), mientras que los cinco principales registran un poco más del 40% de este. A continuación se presenta la incidencia de los diez principales aportantes del fondo:

Cuadro 8: Importancia de los mayores aportantes del fondo

Peso relativo aportante	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	ago-15
1°	48,36%	47,55%	31,81%	29,79%	33,57%
2°	3,51%	3,62%	5,02%	2,33%	2,36%
3°	2,92%	2,99%	2,61%	1,86%	2,12%
4°	2,48%	1,39%	2,31%	1,79%	1,30%
5°	1,48%	0,81%	2,04%	1,39%	1,03%
6°	1,38%	0,78%	1,64%	1,30%	0,80%
7°	1,02%	0,77%	1,57%	1,20%	0,68%
8°	0,95%	0,64%	1,11%	1,02%	0,57%
9°	0,91%	0,64%	1,07%	1,01%	0,56%
10°	0,74%	0,63%	1,06%	1,00%	0,54%
Total	63,75%	59,82%	50,24%	42,69%	43,54%

Liquidez del fondo

La política del fondo y el enfoque de la administración es contar con suficiente liquidez para cumplir con sus obligaciones, incluidos los rescates de los instrumentos estimados a medida que vencen o son rescatables, sin incurrir en pérdidas indebidas o poner en riesgo la reputación del fondo.

La cartera del fondo debe mantener al menos el 20% de inversión en: acciones nacionales que tengan una presencia bursátil igual o mayor a 50%, de acuerdo a la definición de la NCG N°103 y sus posteriores modificaciones de la SVS, y/o instrumentos de renta variable internacional con plazos de liquidación igual o inferior a 3 días hábiles bancarios contados desde la fecha de valor NAV⁸ establecidos en la instrucción de la liquidación por parte de la Administradora y/o instrumentos de renta fija con duración igual o inferior a 730 días, e instrumentos emitidos o garantizados por el Estado de Chile o de un país extranjero.

Según el análisis realizado por **Humphreys**, durante agosto de 2015, en la Bolsa de Comercio de Santiago se transó el 79,8% de los instrumentos que componen el fondo (bonos). El 19,5% restante se compone principalmente de depósitos a plazo, letras hipotecarias y pagarés de empresas. Asumiendo que para no afectar el precio de mercado de los títulos, el fondo puede vender diariamente el equivalente a la mitad de los de los montos promedios históricamente transados en un día, se estima que el 93,4% de la cartera se podrían liquidar en menos de quince días en el mercado secundario⁹.

Durante los últimos 24 meses, el máximo de retiro ascendió a US\$ 24,3 millones, equivalente al 13,3% del patrimonio del fondo a esa fecha.

⁸ NAV: Valor del activo neto.

⁹ Tomando en consideración al total de transacciones en el mercado de Renta Fija, según información publicada en el Informativo Bursátil de la Bolsa de Comercio de Santiago entre enero y agosto de 2015.

Valorización de las cuotas

De acuerdo a la Circular N° 1.579, los títulos de deuda de corto, mediano y largo plazo que conforman la cartera de inversión, se valorizan al valor resultante de actualizar el o los pagos futuros de cada instrumento, utilizando como tasa de descuento la otorgada por el sistema RiskAmerica¹⁰, lo cual permite obtener un precio de mercado de los instrumentos anteriormente señalados. Cabe mencionar, que dicho sistema es un estándar de valorización en la industria de fondos mutuos.

Las acciones con transacción bursátil son valorizadas al precio promedio de las operaciones en bolsa del último día que se hubiesen transado montos superiores a UF 10, excluyendo las operaciones por montos iguales o superior a UF 10.000 o cuyas acciones transadas sean iguales o superiores al 10% del capital de la sociedad emisora.

Los instrumentos de deuda extranjeros que al día de la valorización hayan sido transados, son valorizados al valor resultante de actualizar los pagos futuros de ese título a la tasa promedio ponderada de las transacciones informadas en ese día. Si se trata de títulos que no hubiesen sido transados en esa fecha, su valorización considera la última tasa de descuento que se haya determinado. Los instrumentos únicos son valorizados a la TIR de adquisición o a una tasa ajustada en función de la variación de la estructura de tasas de interés promedio observada.

Las cuotas de fondos de inversión se valorizan de acuerdo al valor de rescate informado por el fondo el día la valorización.

En la eventualidad que el modelo de valorización no otorgue tasas para un determinado instrumento presente en la cartera de los fondos mutuos, éste deberá ser valorizado al precio o valor de mercado, conforme a los siguientes criterios.

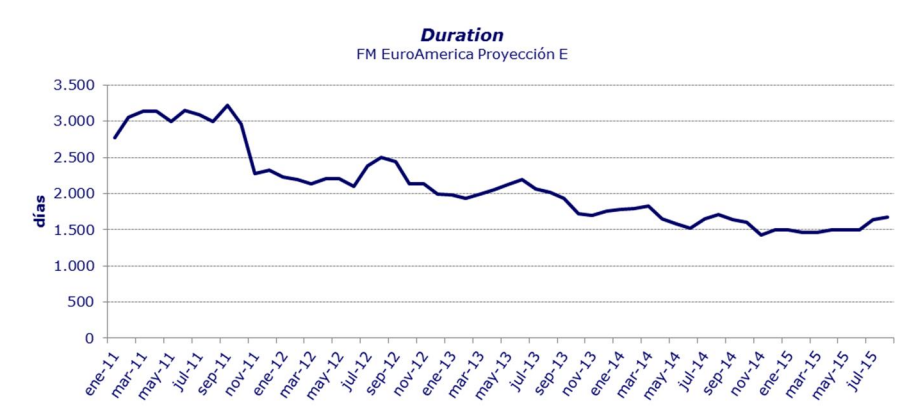
1. Si en el día de valorización el título se hubiere transado en algún mercado respecto de cuyas transacciones se publique estadísticas diarias de precios y montos, el valor a utilizar será el resultante de actualizar el o los pagos futuros del título considerando como tasa de descuento la tasa interna de retorno promedio ponderada de las transacciones informadas del día, siempre que estas hayan superado un total de UF 500.
2. Si en el día de la valorización no se hubiese superado el monto de UF 500 referido, o bien, si no se hubiere transado el título, este se valorizará utilizando como tasa de descuento la última que se hubiere determinado en conformidad a lo dispuesto en el punto 1 anterior.

El Gerente General de la sociedad administradora debe velar para que la valorización represente el valor de mercado del instrumento en cuestión. Si no lo representare, deberá efectuar ajustes con el objeto de que la valorización refleje el monto al que el instrumento se puede liquidar en el mercado.

Lo ajustes deben ser fundamentados y sus bases ser puestas a disposición de la Superintendencia o de cualquier partícipe del fondo, a su sola solicitud.

¹⁰ 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

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



"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

Límites de las inversiones

Tipo de instrumento	Límite Mínimo	Límite Máximo
INSTRUMENTOS DE CAPITALIZACIÓN	0%	30%
INSTRUMENTOS DE CAPITALIZACIÓN EMITIDOS POR EMISORES NACIONALES	0%	30%
Acciones emitidas por sociedades anónimas abiertas que cumplan con las condiciones para ser consideradas de transacción bursátil.	0%	30%
Acciones de Sociedades Anónimas abiertas que no cumplan con las condiciones para ser consideradas de transacción bursátil.	0%	10%
Opciones para suscribir acciones de pago, correspondientes a sociedades anónimas abiertas, que cumplen las condiciones para ser consideradas de transacción bursátil.	0%	100%
Cuotas de participación emitidas por fondos de inversión, de los regulados por la ley N°20.712 de 2014.	0%	30%
Opciones para suscribir cuotas de fondos de inversión, de los regulados por la ley N°20.712 de 2014.	0%	30%
Cuotas de fondos mutuos de los regulados por la Ley N°20.712 de 2014.	0%	30%
Otros valores de oferta pública, de capitalización, que autorice la SVS.	0%	20%
INSTRUMENTOS DE CAPITALIZACIÓN EMITIDOS POR EMISORES EXTRANJEROS	0%	30%
Acciones emitidas por sociedades o corporaciones extranjeras o títulos representativos de éstas, tales como ADR, y derechos de suscripción sobre los mismos.	0%	30%
Cuotas de fondos de inversión abiertos, entendiéndose por tales aquellos fondos de inversión constituidos en el extranjero, cuyas cuotas de participación sean rescatables, y derechos de suscripción sobre los mismos.	0%	30%
Títulos representativos de Índices de acciones, entendiéndose por tales aquellos instrumentos financieros representativos de la participación en la propiedad de una cartera de acciones, cuyo objetivo es replicar un determinado índice.	0%	30%
Cuotas de fondos de inversión cerrados, entendiéndose por tales aquellos fondos de inversión constituidos en el extranjero, cuyas cuotas de participación sean no rescatables.	0%	30%
Otros valores de oferta pública, de capitalización que autorice la SVS.	0%	20%
OTROS INSTRUMENTOS E INVERSIONES FINANCIERAS	0%	30%
Títulos representativos de Índices de deuda, entendiéndose por tales aquellos instrumentos financieros extranjeros representativos de la participación en la propiedad de una cartera de instrumentos de deuda, cuyo objetivo es replicar un determinado índice.	0%	30%
Notas estructuradas, entendiéndose por tales aquellos valores que incorporen un compromiso de devolución del capital o parte de éste, más un componente variable, este último indexado al retorno de un determinado activo subyacente.	0%	10%
Títulos representativos de índices de <i>commodities</i> , entendiéndose por tales aquellos instrumentos financieros extranjeros representativos de la participación en la propiedad de una cartera de <i>commodities</i> , cuyo objetivo es replicar un determinado índice.	0%	10%
<i>Commodities</i> y Títulos representativos de <i>commodities</i>	0%	30%

INSTRUMENTOS DE DEUDA	70%	100%
INSTRUMENTOS DE DEUDA EMITIDOS POR EMISORES NACIONALES	0%	100%
Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por el Estado de Chile o el Banco Central de Chile.	0%	100%
Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por bancos e instituciones financieras nacionales.	0%	100%
Instrumentos de deuda inscritos en el Registro de Valores, emitidos por CORFO y sus filiales, empresas fiscales, semifiscales de administración autónoma y descentralizada.	0%	100%
Instrumentos de deuda inscritos en el Registro de Valores, emitidos por sociedades anónimas u otras entidades registradas en el mismo registro.	0%	100%
Títulos de deuda de securitización, que cumplan los requisitos establecidos por la SVS.	0%	25%
Otros valores de deuda, de oferta pública, que autorice la SVS.	0%	100%
INSTRUMENTOS DE DEUDA EMITIDOS POR EMISORES EXTRANJEROS	0%	100%
Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por el Estado de un país extranjero o por sus Bancos Centrales	0%	100%
Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por entidades bancarias extranjeras o internacionales que se transen habitualmente en los mercados locales o internacionales.	0%	100%
Instrumentos de deuda emitidos por sociedades o corporaciones extranjeras.	0%	100%
Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por bancos e instituciones financieras extranjeras que operen en el país.	0%	100%
Otros valores de deuda de oferta pública, de emisores extranjeros que autorice la SVS.	0%	100%

NORMA DE CARÁCTER GENERAL N°308 (EXTRACTO)

A todas las sociedades que administran fondos mutuos

Esta Superintendencia, en uso de sus facultades, y en virtud de lo dispuesto en el párrafo segundo del N°1) del artículo 13 del D.L N°1.328 de 1976, ha estimado pertinente impartir las siguientes instrucciones respecto a las condiciones e información mínima que deberán cumplir los instrumentos y bienes en los que podrán invertir los fondos mutuos.

I. MERCADOS EN QUE PODRÁ INVERTIR

La inversión de los fondos mutuos, podrá realizarse en los instrumentos y bienes autorizados por el D.L. N° 1.328 de 1976, o certificados representativos de ambos, en la medida que esos instrumentos, bienes y certificados, sean adquiridos en mercados que cumplan con los siguientes requisitos mínimos:

- a) Que el regulador del mercado de valores del país respectivo sea miembro de IOSCO y que tal regulador haya suscrito el Anexo A o B del acuerdo de entendimiento multilateral de ese organismo (MMOU).
- b) Que el mercado no tenga restricciones permanentes que limiten la libre salida de capitales y las ganancias que éstos originen, que impidan a la administradora liquidar las inversiones y efectuar la remesa correspondiente en un plazo máximo de 10 días.
- c) Que la Jurisdicción o estado respectivo sea miembro del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI – FATF) o de alguna organización intergubernamental de base regional equivalente, destinada a combatir el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo, tales como GAFISUD y GAFIC, entre otros, y que no estén considerados por esos organismos, como países o territorios sobre los cuales se deban aplicar contramedidas para proteger el sistema financiero internacional del riesgo del lavado de dinero y financiamiento del terrorismo proveniente de dichas jurisdicciones, y siempre que tampoco figuren en la nómina de “países o territorios considerados como paraísos fiscales o regímenes fiscales preferenciales nocivos”, elaborada periódicamente por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE, u OECD por sus siglas en ingles).

II. DE LOS INSTRUMENTOS, BIENES Y CERTIFICADOS

La inversión de los fondos mutuos, deberá efectuarse en los instrumentos, bienes o certificados representativos de ambos, que cumplan las siguientes condiciones:

- a) El emisor del instrumento o certificado, o las transacciones del instrumento y certificado respectivo, debe estar sometido a la fiscalización de un organismo público o privado de similar competencia a la SVS.

- b) En caso de contratos, será la contraparte del fondo, la operación o el contrato mismo, quien deberá encontrarse bajo la fiscalización de alguno de los organismos mencionados anteriormente.
- c) Sólo se podrá adquirir bienes, o certificados sobre bienes, que cuenten con un mercado primario o secundario formal que haya establecido un mecanismo de estandarización o patrón para su transacción, y un sistema de verificación de la consistencia entre el bien negociado y el patrón correspondiente.

Se exceptuará del cumplimiento de los requisitos establecidos en las letras anteriores, la inversión en títulos de deuda emitidos por el Gobierno Central, tesoro Público, Tesorería General, Ministerios, Banco Central y agencias gubernamentales de Estados o Jurisdicciones que cumplan las condiciones señaladas en la sección I de esta norma, o por el Banco Central de esos estados.

Adicionalmente, la administradora deberá contar con acceso a una fuente de información diaria de volúmenes, precios y transacciones de los instrumentos, bienes y certificados que le permitan determinar correctamente el valor de mercado de la inversión del fondo.

III. PÉRDIDA DE CONDICIONES O CARACTERÍSTICAS

Si un mercado, instrumento, bien o certificado pierde alguna de las condiciones o características establecidas en la presente normativa, los instrumentos o bienes afectados, o los certificados correspondientes, deberán ser enajenados en un plazo máximo de 30 días hábiles contado desde el día en que se produjo la pérdida de la condición, salvo que en dicho plazo la recuperase, debiendo la sociedad administradora comunicar por escrito esos hechos a la SVS. Lo anterior, en un plazo máximo de 3 días hábiles contado desde la fecha en que tomó conocimiento del respectivo hecho.

Anexo N°3

Monedas que pueden ser mantenidas por el fondo

Las siguientes son las monedas en las cuales se podrán denominar las inversiones del fondo y/o que se podrán mantener como disponibles:

Baht	Dinar macedonio	Kuna croata	Peso mexicano
Balboa	Dírham de Emiratos Árabes	Lari georgiano	Peso uruguayo
Bolívar venezolano	Dírham marroquí	Lempira	Quetzal
Boliviano	Dólar australiano	Leu	Rand sudafricano
Colón costarricense	Dólar bahamés	Lev	Real brasileño
Colón salvadoreño	Dólar canadiense	Libra egipcia	Renmimby chino
Córdoba	Dólar de Barbados	Libra esterlina	Rublo ruso
Corona checa	Dólar de Malasia	Libra libanesa	Rupia India
Corona danesa	Dólar de Nueva Zelanda	Lira turca	Rupia Indonesia
Corona eslovaca	Dólar de Singapur	Litas	Rupia pakistaní
Corona noruega	Dólar de Estados Unidos	Marco bosnioherzegovino	Shekel
Corona sueca	Dólar Hong Kong	Nuevo Dólar de Taiwán	Sol
Coronas de Islandia	Dólar jamaiquino	Nuevo Dong	Unidad de fomento
Dinar de Jordania	Euro	Peso argentino	Won
Dinar libio	Forinto de Hungría	Peso chileno	Yen
Dinar argeliano	Franco suizo	Peso colombiano	Zloty
Dinar de Bahréin	Grivna de Ucrania	Peso de Filipinas	
Dinar de Kuwait	Guaraní	Peso dominicano	

En este fondo mutuo se podrán mantener como saldos disponibles las monedas antes indicadas, de acuerdo al siguiente criterio:

Hasta un 10% sobre el activo del Fondo en forma permanente producto de sus propias operaciones (compras y ventas) como también debido a las eventuales variaciones de capital de dichas inversiones.