



Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Eduardo Valdés S.
Tel. (56-2) 2433 5200
eduardo.valdes@humphreys.cl

Fondo Mutuo BBVA Liquidez Dólar

Enero 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Cuotas	AAfm
Riesgo de mercado	M1
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Diciembre 2012
Administradora	BBVA Asset Management

Opinión

Fundamento de la clasificación

El **Fondo Mutuo BBVA Liquidez Dólar (FM Liquidez Dólar)** comenzó sus operaciones en diciembre de 2004, 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*, en escala global.

De acuerdo con lo establecido en su reglamento interno, el **FM Liquidez Dólar** tiene como objetivo invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, con una duración máxima de 90 días, de manera de obtener un portafolio diversificado y un adecuado nivel de liquidez. Invierte principalmente en instrumentos de deuda nacional y de economías desarrolladas y/o emergentes, en dólares de Estados Unidos.

Según información al 30 de noviembre de 2013, el patrimonio administrado por el fondo ascendía a US\$ 139,87 millones, con un promedio de US\$ 166,7 millones para los últimos doce meses. Según la metodología de **Humphreys**, la pérdida esperada de corto plazo del fondo asciende a 0,002%.

Entre las fortalezas del **FM Liquidez Dólar**, que permiten sustentar la clasificación de riesgo de sus cuotas en "*Categoría AAfm*", destacan las características propias de su cartera de inversiones, orientada, según los antecedentes históricos, a instrumentos de bajo riesgo crediticio expresados mayoritariamente en la moneda funcional del fondo. Además, se valora la adecuada liquidez de sus activos.

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 dieciséis 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. También se reconoce que, producto de las características de los activos, la valorización del fondo es consistente con el valor de liquidación real de sus activos.

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 podría conllevar un deterioro potencial en el riesgo de las cuotas. A pesar de este riesgo identificado, un atenuante es la experiencia propia del fondo, que persistentemente ha invertido en instrumentos locales¹ de bajo nivel de riesgo, y las restricciones que se impone la sociedad administradora sobre la evaluación de la 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 la moneda funcional del fondo² (77% como promedio 2009-2013 YTD), y con un promedio de inversión en pesos en torno al 12% para los últimos 24 meses. Adicionalmente el fondo presenta una baja exposición a cambio en la tasa de interés.

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 señalar que estos excesos muestran un comportamiento irregular para el lapso bajo estudio³. La duración promedio de la cartera, en tanto, se ha mantenido dentro de los plazos definidos por el reglamento, promediando 48 días en los últimos tres años⁴.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se califica “*Estable*⁵”, principalmente, porque no se visualizan cambios relevantes en el futuro próximo en las variables que determinan la clasificación de riesgo. Sin perjuicio de lo anterior, 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 estabilice 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.

¹ En promedio, la cartera nacional ha representado un 93% del activo del fondo durante los últimos doce meses.

² Dólar de los Estados Unidos.

³ Ver apartado “Objetivos del fondo”.

⁴ Considera el periodo comprendido entre diciembre de 2011 y noviembre de 2013.

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

Resumen Fundamentos Clasificación (No considera riesgo de Mercado)

Fortalezas centrales

- Cartera de inversiones con instrumentos de bajo riesgo.
- Elevada o adecuada liquidez de los activos y las cuotas del fondo.
- Experiencia de AGF, tanto general como en fondos Tipo 1.
- Valorización de las cuotas es representativa del mercado.

Fortalezas complementarias

- Alta capacidad de gestión de la Administradora.
- Baja volatilidad ante variables de mercado.
- Adecuado manejo de conflictos de interés.

Limitantes

- Amplitud de límite en relación a riesgo de activos (fuertemente atenuado por políticas internas y evidencia de comportamiento pasado).
- Niveles de concentración (atenuado por estar concentrado en el sector bancario, cuya correlación es muy elevada con el riesgo país).

Definición categorías de riesgo

Categoría AAfm

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

Categoría M1

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

Antecedentes generales

Administración del fondo

FM Liquidez Dólar 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, grupo español con más de 150 años de experiencia y con elevado nivel de activos, presente en Chile a través, Forum Servicios Financieros y BBVA Seguros de Vida.

Durante noviembre de 2013, BBVA Asset Management administró un total de 39 fondos, de los cuales 37 correspondieron a fondos mutuos y el resto a fondos para la vivienda. El patrimonio total de fondos mutuos administrados ascendió aproximadamente a US\$ 1.768 millones, lo que correspondió a un 4,3% de participación de mercado en ese rubro.

A esa fecha, los fondos de deuda menor a 90 días representaban el 77,9% de los fondos mutuos administrados por la AGF, seguidos de los fondos mutuos garantizados (tipo 7) que llegaban a 6,5%. Entre los fondos tipo 1, BBVA Asset Management mostraba una participación de 6,2% del mercado *money market*.

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	77,9%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	3,2%
Mediano y largo plazo	6,3%
Mixto	1,1%
Capitalización	2,1%
Libre inversión	2,8%
Estructurado	6,5%

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 activos⁶.
- Tener experiencia en la administración de fondos en torno a los quince años (primer fondo lanzado en 1997).
- Administrar una cartera superior a los 60 mil partícipes (SVS, noviembre 2013).

Estructura organizacional

El directorio de la sociedad 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 de la administradora en la actualidad:

⁶ Según lo informado a septiembre de 2013 el grupo cuenta con € 607.177 millones en activos.

Tabla 2 : Directorio BBVA Asset Management AGF

Directorio	
Mauricio Fuenzalida Espinoza	Presidente
Aldo Zegers Undurraga	Director
Paulina Las Heras Buggedo	Director
Rodrigo Petric Araos	Director
Alfonso Lecaros Eyzaguirre	Director

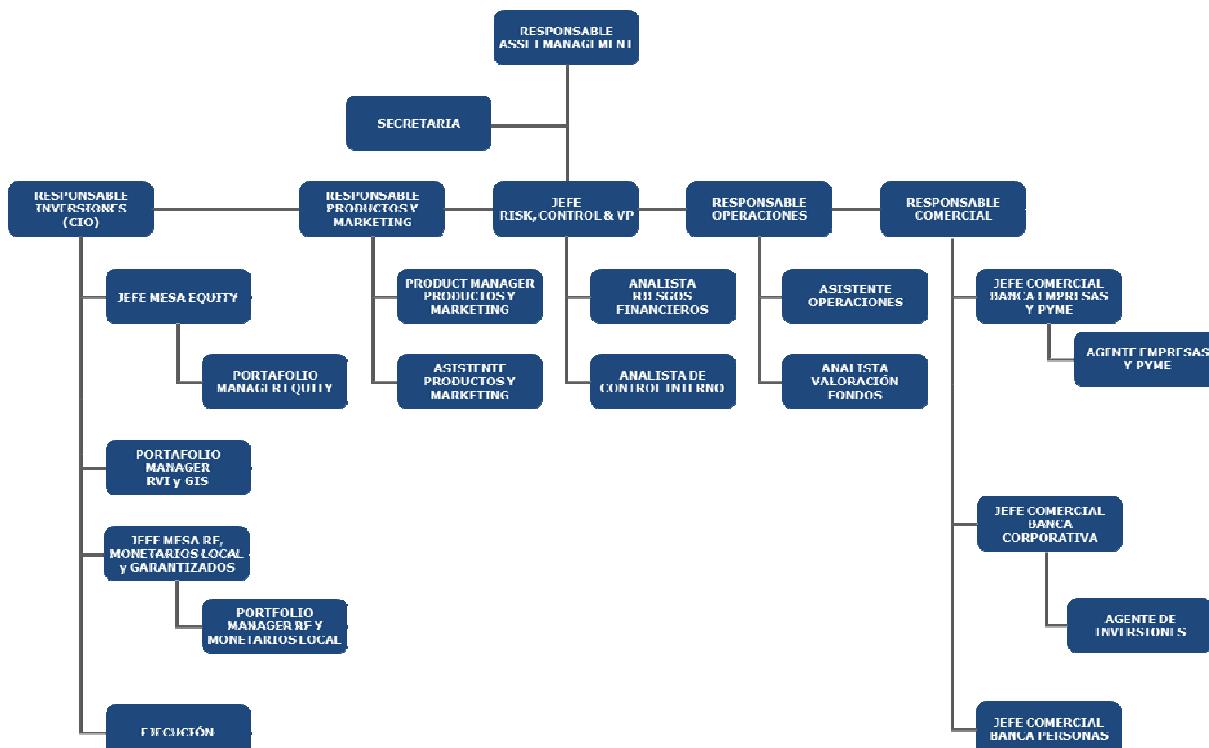
El directorio de la sociedad está compuesto tanto por ejecutivos de BBVA Chile, como por profesionales de experiencia en el sector financiero, lo que refuerza la integración estratégica de la sociedad administradora dentro del *holding* y alinea sus objetivos con los de su matriz.

La gerencia general de la sociedad recae sobre Francisco Bustamante del Rio, 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 cruza con la estructura del grupo, siendo apoyada por las distintas áreas funcionales, lo que le permite beneficiarse de la estructura global de la compañía.

A continuación se presenta la estructura organizacional de la administradora:

Figura 3: Estructura organizacional BBVA Asset Management AGF



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

Fondo y cuotas del fondo

Objetivo y política de inversión del fondo

En virtud de lo señalado en el reglamento interno, el objetivo del fondo es invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, manteniendo en todo momento una cartera de inversión con una duración promedio no superior a los 90 días. La moneda de inversión del fondo es el dólar de Estados Unidos, pudiéndose conformar una cartera diversificada en términos de países, según las posibilidades que otorga el reglamento del fondo.

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

- Podrá invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo del mercado nacional e internacional.
- 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.
- Por lo menos un mínimo del 60% de su activo en disponible e inversiones debe estar expresado en moneda dólar de los Estados Unidos de Norteamérica.
- Podrá mantener un límite máximo de inversión por emisor de un 10% del activo del fondo.
- Podrá mantener un límite máximo de inversión en títulos de deuda de securitización de un 25% del activo del fondo.
- Podrá mantener un límite máximo de inversión por grupo empresarial de un 25% del activo del fondo.
- 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).

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 No. 18.046

En la práctica, **FM Liquidez Dólar** ha presentado una cartera de inversión conformada en su mayoría por depósitos de corto plazo y pagarés emitidos por empresas extranjeras (93,28% y 6,88% promedio en los últimos dos años), emitidos por instituciones que cuentan con una

clasificación de riesgo “*Categoría A*” o superior (en noviembre de 2013, el 72,5% de la cartera alcanzaba una nota mayor o igual a AA-), lo que está por sobre de las exigencias mínimas establecidas en su reglamento. Cabe destacar que desde 2012, el fondo ha asumido un menor riesgo en su cartera de activos, lo cual se manifiesta en que actualmente la cartera de inversiones del fondo solo posee clasificaciones de largo plazo desde “*Categoría A*” hacia arriba. La cartera ha cumplido además con la duración permitida –manifestado en un *duration* promedio de 50 días para los últimos dos años- y las restricciones de moneda estipuladas, esto último reflejado en que a noviembre de 2013, el 85% de su cartera se encontraba expresada en la moneda funcional del fondo.

Durante el horizonte estudiado, el fondo ha incumplido constantemente los límites de inversión por emisor estipulados en el reglamento. Durante los últimos dos años ha promediado dos emisores con excesos por cierre, con un exceso 0,7% promedio para igual periodo. Cabe señalar, que según lo informado por la administradora, los excesos han sido de carácter pasivo.

En opinión de **Humphreys**, el reglamento interno del **FM Liquidez Dólar** 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, dado las restricciones existentes, existe la posibilidad de deterioro en el nivel de riesgo crediticio, aunque siempre con exposición en activos con grado de inversión local. 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 dólar estadounidense y en menor medida en pesos.

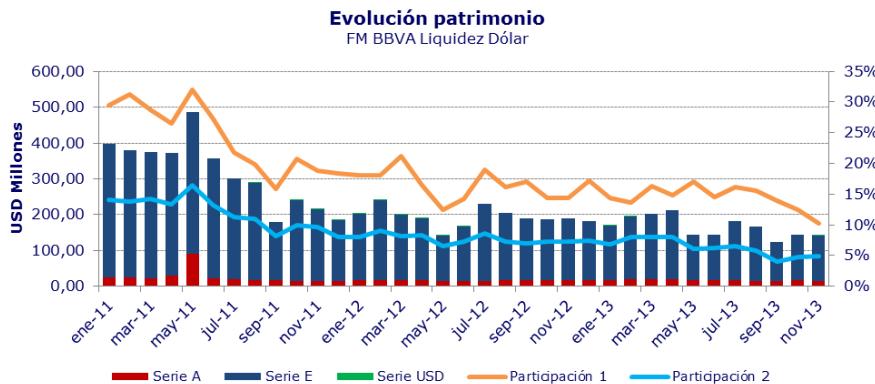
Composición del fondo

Actualmente, el fondo cuenta con tres 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 4: Resumen series de cuotas.

serie	Monto mínimo	Patrimonio (MMUS\$)
A	Sin mínimo	15,35
E	US\$ 50.000	124,51
USD	US\$ 5.000	0,01

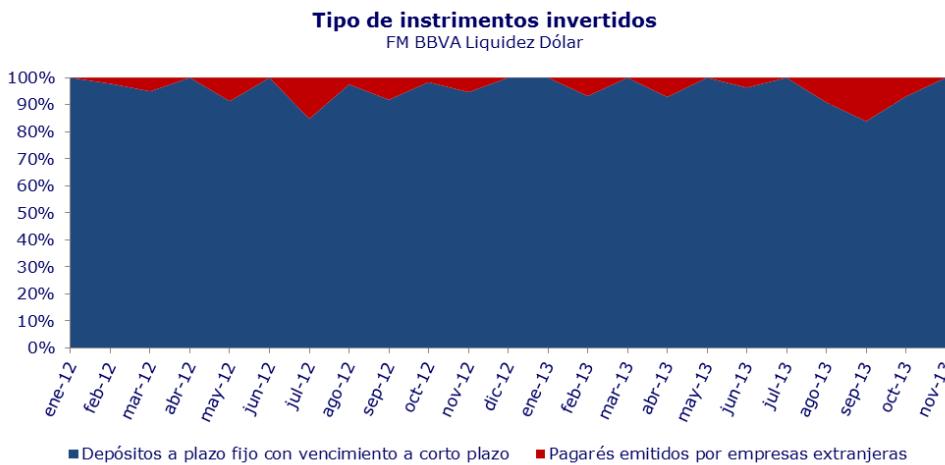
Al 30 de noviembre de 2013, el fondo presentaba un tamaño aproximado de US\$ 139,87 millones, siendo la serie E, la de mayor importancia con US\$ 124,5 millones. En términos generales, el fondo ha mostrado una tendencia a la baja en los últimos dos años, pasando de un promedio de US\$ 314,5 en 2011 a un valor de US\$ 165,4 millones en lo que va de 2013, tal como se aprecia en el gráfico siguiente:



Participación 1: Participación sobre el total administrado por la AGF en fondos mutuos tipo 1

Participación 2: Participación sobre el total administrado en el mercado en fondos mutuos tipo 1 USD

La participación del **FM BBVA Liquidez Dólar** dentro de su mercado (fondos mutuos tipo 1 en dólares) también ha disminuido, pasando desde 14,1% en enero de 2011, a 4,9% en noviembre del presente año. En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a depósitos a plazos de bancos locales; es así como durante noviembre del presente año, la totalidad de sus inversiones corresponden a dichos títulos. El cuadro siguiente muestra la composición del portafolio de inversión y su evolución en el tiempo:



Cuadro 5: Composición cartera.

Instrumento	Promedio anual				
	2009	2010	2011	2012	YTD
Bonos de empresas	1,33%	0,06%	0,06%	0,00%	0,00%
Depósitos a plazo en el corto plazo	95,26%	91,05%	82,06%	94,20%	92,66%
Pagarés descontables Banco Central	0,83%	0,12%	0,80%	0,00%	0,00%
Pagarés de empresas	0,80%	3,21%	2,00%	0,00%	0,00%
Pagarés de empresas extranjeras	3,27%	7,39%	14,65%	5,96%	8,10%

Proceso de inversión

Para el cumplimiento de los objetivos de los fondos administrados, BBVA Asset Management cuenta con un equipo de profesionales, compuesto por el gerente general, gerente de inversiones, gerente comercial, Jefe de Riesgo, el *Portfolio Manager* y equipos de renta variable y fija.

Dentro del proceso de inversión, cada fondo tiene definida una política interna –que aparece en su reglamento interno- en base a la cual se toman las decisiones de inversión, complementadas con una revisión de la coyuntura económica mundial y nacional a través de comités que se realizan semanalmente. 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.

Para la correcta toma de decisiones, la administradora ha definido un ciclo de inversiones, compuesto por tres comités periódicos:

- Comité global de inversiones (*House view*), en el cual participan los gerentes de inversiones de todo el grupo a nivel mundial. En este comité se analizan los ciclos globales de los activos, tanto de renta variable como renta fija.
- Comité global semanal (*Pan Latam*), en el cual se analizan los resultados de inversión de todos los países latinoamericanos donde el grupo tiene presencia. En este comité participa parte del equipo de la administradora (cuatro personas, entre renta variable y fija).
- Comité local semanal, en el cual se revisan todos los fondos locales de la administradora, y participa todo el equipo de inversión.

Manejo de conflictos de interés

La administradora es la encargada de velar porque las inversiones efectuadas con los recursos del fondo se realicen siempre con estricta sujeción a su reglamento interno, teniendo como objetivos fundamentales maximizar los recursos del fondo y proteger los intereses de los aportantes.

El directorio de la administradora establece las políticas, equipos y estructuras operacionales que permiten una adecuada administración de todos y cada uno de los fondos gestionados, conforme a sus respectivos reglamentos internos, velando para que el uso de los recursos se efectúe de forma racional, profesional, y con la prudencia e independencia necesarias para que las decisiones se adopten en el mejor interés de los aportantes.

Las personas que participan en las decisiones de inversión del fondo deben desempeñar sus funciones procurando que los recursos se inviertan en la forma antes señalada, debiendo informar a los órganos respectivos cualquier situación que pudiera atentar contra los objetivos propuestos.

Los eventuales conflictos de interés que pudieren afectar al fondo se encuentran acotados por las disposiciones legales que afectan a este tipo de negocio, por las restricciones estipuladas en el reglamento interno y por las políticas internas aplicadas por BBVA Asset Management.

La legislación vigente, en particular la Ley de Fondos de Inversión y su reglamento interno, tienden a controlar principalmente los eventuales conflictos de interés que podrían surgir producto de transacciones con personas relacionadas a la administración del fondo. Cabe destacar que para los fondos de inversión la ley establece la formación de un Comité de Vigilancia que entre sus atribuciones está la de controlar el cumplimiento de las normas vinculadas a este tipo de materias.

Para efectos del tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora, BBVA Asset Management cuenta con el manual de "gestión de conflicto de intereses AGF", en el que se establecen los criterios generales y específicos para su manejo, y norma las potenciales situaciones que envuelven las superposiciones de intereses.

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 existan posibles variables que incidan 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.

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 interés de sus clientes, cuidando los intereses como propios, priorizando los intereses de los clientes de la AGF.

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 contempla, además, pago un cobro por gastos de operación.

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

Cuadro 6: Remuneración y comisiones

Serie	Remuneración Fija* (% o monto anual)	Comisión diferida rescate*	Gasto de operación (máx. anual s/patrimonio)
A	Hasta 1,1%	Sin comisión	0,40%
E	Hasta 0,7%	Sin comisión	0,40%
USD	Hasta 1,0%	0-90 días : 1,5% 91-180 días : 1,0% 181-365 días : 0,5% 365 y más : 0,0%	0,40%

* IVA incluido

Según lo informado por la administradora, al 30 de noviembre de 2013, el fondo había recaudado US\$ 898 miles por concepto de remuneración (US\$ 928 miles en diciembre de 2012).

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 estados financieros de noviembre de 2013, el fondo no presentaba obligaciones por este ítem.

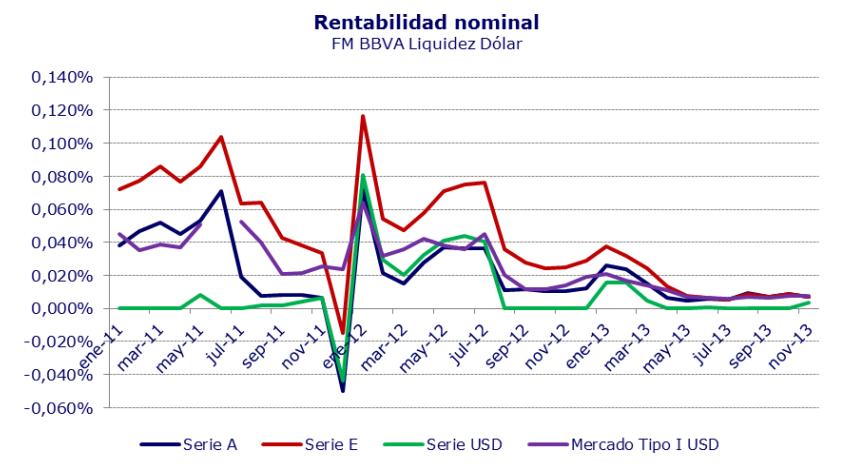
Comportamiento del fondo y las cuotas

Rentabilidad y riesgo

En términos comparativos, y considerando el efecto de las remuneraciones, en los últimos dos años el fondo se ha comportado de forma muy similar a sus fondos comparables⁷. En la práctica, el promedio mensual de la rentabilidad nominal de cada una de las series del **FM Liquidez Dólar** para los últimos 12 meses reafirma el objetivo planteado de ser una alternativa de inversión de corto plazo en moneda estadounidense (con mayor flexibilidad), alcanzando indicadores de 0,011%, 0,016% y 0,003% para las series A, E y USD, respectivamente, en tanto que el mercado tipo mostró un promedio de 0,011%. Cabe destacar que la serie E (inversionista), ha mostrado un rendimiento superior al mercado comparable; en contraste, la serie USD registra movimientos esporádicamente⁸. El gráfico que sigue muestra la evolución de la rentabilidad nominal de las series del fondo, junto con el rendimiento del mercado tipo I en dólar, definido anteriormente.

⁷ Benchmark definido para fondos *money market* en dólares.

⁸ En los últimos doce meses, la serie USD del fondo sólo presentó cinco con rentabilidad distinta de cero.



A continuación se muestra un análisis rentabilidad para el **FM Liquidez Dólar** en relación a los fondos tipo I, en dólar, de la industria (rentabilidades en base mensual):

Cuadro 7: Análisis rentabilidad FM BBVA Liquidez Dólar (base mensual)

BBVA liquidez dólar	A	E	USD	FM Tipo I en USD
Rentabilidad Mes Actual	0,007%	0,007%	0,003%	0,008%
Rentabilidad Mes Anterior	0,009%	0,009%	0,000%	0,008%
Últimos seis meses	0,007%	0,007%	0,001%	0,007%
Últimos 12 meses	0,011%	0,016%	0,003%	0,011%
Rentabilidad YTD 2013	0,008%	0,011%	0,002%	0,008%
Desv. Est. (12 meses)	0,007%	0,012%	0,006%	0,005%
C. Variación (12 meses)	0,66	0,75	1,78	0,49

Las rentabilidades anualizadas se presentan a continuación:

Cuadro 8: FM Liquidez Dólar. Análisis Rentabilidad: Rentabilidad anualizada.

BBVA liquidez dólar	A	E	USD	FM Tipo I en USD
Rentabilidad Mes Actual	0,103%	0,085%	0,041%	0,094%
Rentabilidad Mes Anterior	0,103%	0,103%	0,000%	0,093%
Últimos seis meses	0,086%	0,086%	0,008%	0,084%
Últimos 12 meses	0,131%	0,187%	0,041%	0,130%
Rentabilidad YTD 2013	0,101%	0,131%	0,027%	0,099%
Promedio (24 meses)	0,186%	0,392%	0,143%	0,252%

La conclusión que se desprende del anterior análisis es que el **FM Liquidez Dólar** presenta desempeños competitivos a nivel de la industria, incluso superiores a los de los fondos *money market* en dólares en algunas de sus series, 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 7.

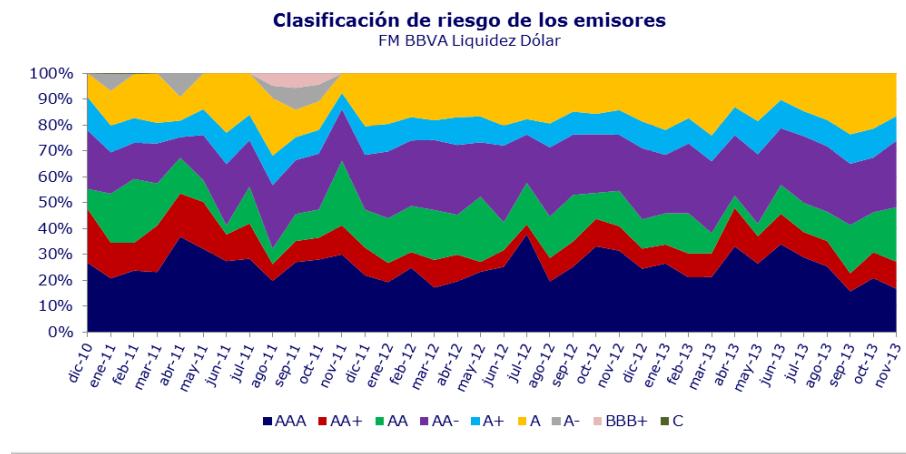
Volatilidad del fondo (riesgo del portafolio)

Dado que la estructura del portafolio de inversiones se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en “Categoría AA-” o superior (en noviembre de 2013 alcanzan una concentración de 72,5%, compuesto principalmente por depósitos a plazo de bancos nacionales), y que su cartera de nacional de inversiones presentan niveles de riesgo superiores o iguales a N-1, es posible presumir que su cartera presenta un reducido riesgo por *default*. Ahora bien, es importante destacar que los emisores clasificados en “Categoría AA-” o superior han disminuido su importancia en la cartera de inversión, ya que en promedio representaron un 69,2% de la cartera en los primeros once meses de 2013, mientras que en 2009 representaron solamente un 69,2% de la misma.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo a noviembre de 2013, ésta tendría una pérdida esperada de corto plazo del orden del 0,002%, fluctuando entre 0,0015% y 0,0025% en el último año (se debe tener presente que la duración de la cartera es inferior a un año), más estable que lo observado en 2011, período en que el indicador fluctuó entre 0,0013% y 0,0432%, y que fue afectado por inversores que actualmente se encuentran en categorías iguales o inferiores a “BBB+”. Al analizar el desempeño del indicador de pérdida de los últimos dos años, se observa que éste se ha estabilizado en torno a un valor promedio de 0,002%. A continuación se muestra gráficamente la evolución que ha experimentado el indicador para la cartera de este 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 emisor, con lo cual se logra apreciar la estabilidad con que se maneja el fondo:



A partir del gráfico anterior, se aprecia una estructura de inversiones que privilegia emisores clasificados en “Categoría A” y “AAA”, que a noviembre de 2013 representaban el 41,6% del portafolio, y que a contar de 2012, las inversiones clasificadas en “Categoría BBB+” o inferior desaparecieron del portafolio , lo cual trae asociado la disminución en la pérdida esperada anteriormente señalada.

Por otro lado, los riesgos de mercado se ven atenuados por el perfil de la cartera de inversiones, que se concentra principalmente en el corto plazo (*duration* promedio de 45,4 días para los primeros once meses de 2013), y en su mayoría, en títulos expresados en dólar, de emisores nacionales (en noviembre de 2013 sólo el 14,9% de la cartera se encuentra expresada en pesos).

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 está desarrollando, 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 10% del activo), el fondo ha incumplido con lo establecido. Sin embargo, esta situación ha sido de carácter pasivo –según información entregada por la administradora-, debido a la actual condición del mercado en el que las alternativas de inversión se encuentran bastantes restringidas y, por lo mismo, este es un factor transversal a la industria de fondos mutuos.

Como se muestra en el Cuadro 5, la cartera de inversión está casi totalmente compuesta por depósitos a plazo nominales de bancos nacionales (promedio de 92,7% en 2013), los que presentan una baja diversificación por emisor, incumpliendo la política de diversificación anteriormente mencionada (máximo de un 10% invertido en un emisor). Tal como se ve a continuación, los ocho mayores emisores del fondo concentraron el 76,8% de las inversiones.

Cuadro 9: Mayores emisores del fondo

Institución	Clasif. riesgo	% del activo del fondo			
		Dic-10	Dic-11	Dic-12	Nov-13
Banco BICE	AA	0,06%	2,18%	4,59%	10,72%
BCI	AA+	8,37%	9,56%	7,76%	10,28%
Banco Security	AA-	6,09%	8,72%	8,50%	10,16%
Banco Itaú	AA	6,03%	10,91%	6,68%	9,95%
Banco Penta	A	0,42%	10,37%	9,12%	9,89%
BBVA	AA-	3,56%		9,22%	9,65%
Consorcio	A+	8,09%	9,82%	10,28%	9,32%
Banco Santander	AAA	8,18%	5,89%	9,39%	6,87%
Sub-total		40,82%	57,43%	65,55%	76,83%
Ocho mayores emisores		59,55%	78,35%	73,36%	76,83%

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

Liquidez de la cuota

Cualquier partícipe tiene derecho, en cualquier momento del tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo. Sin perjuicio de lo anterior, el aportante 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. Éstas se dirigen por escrito al gerente general de la administradora y se presentan en sus oficinas o en la de los agentes que hayan sido autorizados por la misma. El pago de los rescates se hace en moneda nacional, a través de vales vista, cheques o bien mediante abonos en la cuenta corriente o cuenta vista.

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, principalmente para la serie E.

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.

A noviembre de 2013, el fondo contaba con más de 1.150 partícipes. A continuación se presenta la incidencia de los principales aportantes del fondo en relación a su activo total.

Cuadro 10: Importancia de los mayores aportantes en el fondo

Peso relativo aportante	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	30-nov-13
1°	11,17%	7,63%	11,07%	12,71%
2°	7,89%	7,19%	8,41%	8,67%
3°	7,51%	5,45%	5,56%	7,52%
4°	6,85%	4,79%	4,98%	6,36%
5°	4,19%	4,74%	4,43%	5,61%
6°	3,62%	4,22%	3,88%	4,75%
7°	3,07%	3,83%	3,54%	4,40%
8°	3,03%	3,57%	3,49%	4,04%
9°	2,98%	2,74%	3,32%	3,89%
10°	2,65%	2,73%	3,32%	2,73%
Total	52,96%	46,89%	51,99%	60,67%

Liquidez del fondo

A la fecha de clasificación, la cartera de inversión está conformada por depósitos de corto plazo de emisores nacionales, con mercados secundarios que convierten a **FM BBVA Liquidez Dólar** en un fondo de alta liquidez.

Otro aspecto a evaluar es que el portafolio de inversión tiene un *duration* inferior a 90 días (promedio de 48,1 días entre enero de 2011 y noviembre de 2013), reduciendo el riesgo de salida de sus inversiones al tener una alta rotación en sus activos.

Durante los últimos 24 meses, el máximo retiro del fondo ascendió a US\$ 167,8 millones, equivalente al 65,3% del patrimonio del fondo a esa fecha.

Valorización de las cuotas

Según la circular N° 1.579 del año 2002 de la SVS, los instrumentos financieros de la cartera de inversiones se pueden valorizar 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).

También cabe señalar que de acuerdo a la Circular N° 1.990 del año 2010 de la misma institución, se menciona que las sociedades que administran fondos mutuos tipo 1, y que valorizan los instrumentos que conforman sus carteras de inversión a TIR de compra, deberán desarrollar y establecer políticas de liquidez y de realización de ajustes a precios de mercado en la valorización de sus instrumentos considerando lo siguiente:

- a) Establecer con precisión y claridad políticas de liquidez y de realización de ajustes a precios de mercado en la valorización 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, monitorear 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, la circular N° 1.578 del año 2002 de la SVS 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 RiskAmerica⁹, es la encargada de proveer el sistema de valorización a FM BBVA y a 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, a objeto de determinar niveles apropiados de riesgos crédito, tasa de interés, mercado.

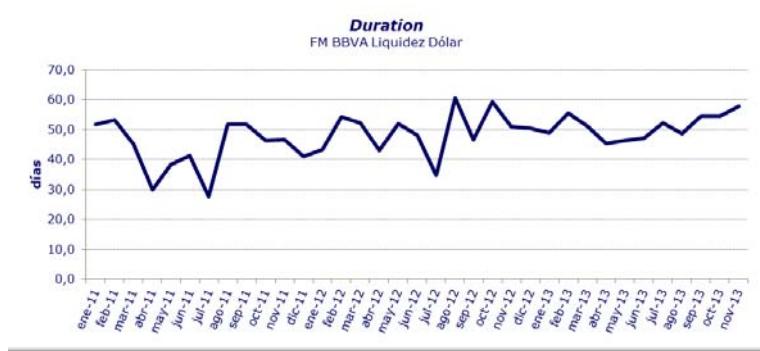
Para cumplir este propósito, el grupo, a nivel global cuenta con la herramienta INNOVAR, que tiene como objetivo principal generar información respecto al riesgo de mercado de cada fondo, que calcula diariamente el VaR de los fondos abiertos por sus factores de riesgo, además de la realización de análisis de *stress* de sus carteras, tanto para tasas, como para monedas, basados en escenarios históricos tales como Lehman Brothers y 11 de septiembre de 2001.

- c)** Proporcional, en las notas explicativas de los estados financieros del fondo, una nota que detalle el 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. Además, se deberá incorporar información relativa a la valorización de la cartera de instrumentos del fondo a TIR de compra o la última tasa de valorización, si correspondiere, y la valorización de la cartera a tasa de mercado. En el caso que se utilicen modelos de valorización que proporcionen datos de mercado de los instrumentos, deberá incorporar la metodología utilizada y la fuente de precios de mercado aplicada.

Con todo, dado que se trata de un fondo mutuo con duración menor a un año, en nuestra opinión la valorización de los activos de largo plazo no tiene efecto de relevancia en el valor final de la cuota (en noviembre de 2013, la totalidad de los activos tenían una duración inferior a un año).

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

⁹ 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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."