



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analistas
Daniel Moreno C.
Hernán Jiménez A.
Tel. (56) 22433 5200
daniel.moreno@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

Fondo Mutuo Compromiso BancoEstado

Junio 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Cuotas	AAfm
Riesgo de mercado	M4
Tendencia	Estable
Estados Financieros	31 de diciembre de 2017 ¹
Administradora	BancoEstado S.A. Administradora General de Fondos

Opinión

Fundamento de la clasificación

Fondo Mutuo Compromiso BancoEstado (FM Compromiso BancoEstado), que comenzó sus operaciones el 10 de septiembre de 2004, corresponde a un fondo mutuo tipo 3 y es administrado por BancoEstado S.A. Administradora General de Fondos (BancoEstado AGF), sociedad filial del BancoEstado, entidad bancaria clasificada en "Categoría AAA" a escala local.

De acuerdo con lo establecido en su reglamento interno, el objeto del fondo es invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo de emisores nacionales, manteniendo una cartera de activos con una duración mayor a 365 días y menor o igual a 2.190 días. A marzo de 2018, su patrimonio ascendía aproximadamente a US\$ 381 millones.

Entre las fortalezas del **FM Compromiso BancoEstado**, que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo de sus cuotas en "Categoría AAfm", destacan las características propias de la cartera de inversiones, orientada a instrumentos con emisores de bajo riesgo crediticio (a marzo de 2018 el 46,25% de la cartera está clasificado en "categoría AAA") y la elevada liquidez que poseen las cuotas del fondo, respaldándose en instrumentos líquidos que se tranzan habitualmente en el mercado secundario. Los elementos señalados favorecen que la valorización de los instrumentos se encuentre a valor mercado; la información de precios y de tasas es proporcionada por una entidad independiente y de prestigio en el medio. Adicionalmente, la clasificación de las cuotas incorpora la administración de BancoEstado AGF como un factor positivo, ya que posee una muy alta capacidad de gestión en cuanto a su habilidad para administrar fondos.

Los mecanismos establecidos para evitar conflictos de interés responden, actualmente, a los estándares del mercado local y han sido perfeccionados en línea con las exigencias establecidas por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) sobre dicha materia.

¹ Corresponden a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la CMF al cierre de marzo de 2018 (cartera de inversiones, valores cuota).

Sin perjuicio de las fortalezas mostradas anteriormente, la clasificación de riesgo se encuentra contraída por la volatilidad mostrada por el fondo (aumento en indicador de pérdida esperada) en el período comprendido entre marzo 2016 y marzo 2018. Asimismo, se debe tomar en cuenta que los límites de inversión establecidos en el reglamento interno ("Categoría B", "N-4", o superiores), permiten la conformación de un portafolio con mayor nivel de riesgo, en relación al que exhibe históricamente la cartera de inversión del fondo. Como atenuante se ha considerado la larga trayectoria del fondo, que ha invertido, mayoritariamente, en instrumentos locales de bajo riesgo.

En los últimos dos años calendario, el fondo no ha sobrepasado el margen máximo por emisor establecido en el reglamento interno, equivalente al 20% de sus activos. Pero ampliando el análisis a cuatro años, hubo una ocasión que se superó este límite, pero fue subsanado al mes siguiente en base al marco legal y lo estipulado en el reglamento. La *duration* también se ha mantenido dentro de los plazos definidos por el reglamento.

La clasificación de riesgo de mercado corresponde a $M4^2$, debido a la duración de las inversiones del fondo, que aumenta su sensibilidad a los cambios de tasa de interés, y la posibilidad de invertir en instrumentos denominados en otra moneda distinta a la que se valorizan las cuotas, aumentando el riesgo ante variaciones en la tasa de interés.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se califica "Estable"³, producto principalmente de que no se visualizan cambios relevantes en las variables que determinan la clasificación de riesgo.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la cartera de inversiones no sufra deterioro en su nivel de riesgo y que la sociedad administradora mantenga los actuales estándares de calidad.

Resumen fundamentos clasificación (no considera Riesgo de Mercado)

Fortalezas centrales

- Cartera de inversiones con instrumentos de bajo riesgo.
- Buena liquidez de los activos y de las cuotas del fondo.
- Experiencia de AGF.
- Valorización de las cuotas es representativa de su valor de mercado.

Fortalezas complementarias

- Alta capacidad de gestión de la administradora.
- Moderada volatilidad ante variables de mercado.
- Adecuado manejo de conflicto de interés.

Limitantes

- Niveles de concentración en una industria (atenuados por estar concentrado en el sector bancario y financiero, cuya correlación es muy elevada con el riesgo país).
- Amplitud de límite en relación a riesgo de activos.

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

³ Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad de que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Consideraciones Comisión Clasificadora de Riesgo	
Acuerdo N°31⁴	Referencia
Claridad y precisión de los objetivos del fondo	Objetivos del fondo
Grado de orientación de las políticas y coherencia con el reglamento interno	Objetivos del fondo
Conflictos de interés - Entre fondos administrados - Con la administradora y sus personas relacionadas	Manejo de conflicto de interés Manejo de conflicto de interés
Idoneidad y experiencia de la administración y la administradora	Fundamento de la clasificación
Estructura, políticas y procesos del gobierno corporativo para resguardar apropiadamente los intereses del fondo y de sus partícipes	De la Administración del fondo
Separación funcional e independencia en la realización de tareas, establecida por la administradora con el fin de gestionar los riesgos, vigilar y salvaguardar las inversiones del fondo, y prevenir, manejar y resolver potenciales conflictos de interés.	De la Administración del fondo
Suficiencia e idoneidad de la estructura de gestión de riesgos y control interno de la administradora, de la implementación formal de políticas y procedimientos al respecto, y de la realización de estas funciones	De la Administración del fondo
Fortaleza y suficiencia de su plataforma de operaciones en relación al tamaño y la complejidad de los activos administrados	De la Administración del fondo
Política de inversión (Artículo N° 3) El reglamento deberá establecer en forma clara y precisa los objetivos del fondo. Como política de inversión el reglamento debe contemplar que al menos el 70% de sus activos estará invertido, sea directa o indirectamente, en instrumentos que son objeto de inversión.	Objetivos del fondo establecidos de forma clara. Reglamento establece una inversión mínima de 70% de sus activos dentro de su objetivo.
Endeudamiento (Artículo N° 4) El reglamento debe establecer que los pasivos más los gravámenes y prohibiciones que mantenga el fondo, no podrán exceder del 50% de su patrimonio.	El reglamento interno establece que el endeudamiento total del fondo no puede exceder el 20% del patrimonio del fondo.
Concentración por emisor y grupo empresarial (Artículo N° 5) El reglamento deberá establecer que la inversión máxima de un fondo mutuo y un fondo de inversión rescatable, en una entidad o grupo empresarial y sus personas relacionadas, no podrá exceder del 30% de sus activos.	Reglamento establece un límite máximo de inversión por una misma entidad y un mismo grupo empresarial y sus personas relacionadas de un 20% y 30% del activo del fondo respectivamente.
Valoración de las inversiones	Valorización de las cuotas

⁴ Incluye las modificaciones introducidas por el Acuerdo N° 34 de 2010, por el Acuerdo N° 35 de 2010, por el Acuerdo N° 36 de 2013, por el Acuerdo N° 38 de 2013, por el Acuerdo N° 39 de 2014 y por el Acuerdo N° 44 de 2017.

Definición categorías de riesgo

Categoría AAfm

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

Categoría M4

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

Antecedentes generales

Administración del fondo

FM Compromiso BancoEstado es administrado por BancoEstado S.A. Administradora General de Fondos, empresa filial del BancoEstado. Con fecha 3 de diciembre de 2008, BancoEstado firmó un acuerdo para vender el 49,99% de las acciones de esta filial a BNP Paribas Asset Management, uno de los mayores administradores de fondos en el mundo. El BancoEstado es el único banco chileno estatal y en marzo de 2018 exhibía un patrimonio aproximado de US\$ 2.691 millones.

De acuerdo con lo informado por la CMF, al 31 de marzo de 2018 BancoEstado AGF administraba 14 fondos mutuos, sumando un total de patrimonio administrado por US\$ 4.959 millones aproximadamente, cifra que lo posicionaba en el cuarto lugar de la industria con una participación de mercado de 7,33%.

Cuadro 1: Distribución de fondos administrados

Distribución por tipo de fondos	
Deuda corto plazo menor a 90 días	68,40%
Deuda corto plazo menor a 365 días	17,69%
Deuda mediano y largo plazo	12,50%
Mixto	--
Capitalización	0,37%
Libre de inversión	1,04%
Estructurados	--
Calificados	--

A marzo de 2018, los fondos tipo 3 representaban el 12,5% de los fondos mutuos administrados por la AGF, tal como se presenta en la Cuadro 1.

Estructura organizacional

El directorio de la administradora está compuesto por seis directores titulares y sus respectivos suplentes, quienes se encargan de establecer los objetivos y estrategia de la sociedad, además de controlar y evaluar el cumplimiento de estos. Cabe destacar que el directorio de la administradora de fondos no presenta miembros que conformen el directorio de BancoEstado. A continuación, en el Cuadro 2, se presenta los nombres de las personas que integran el directorio.

Cuadro 2: Directorio BancoEstado AGF

Nombre	Cargo
Emiliano Figueroa Sandoval	Presidente
Carlos Alberto Curi	Director
Marcelo Hiriart Vergara	Director
Humberto Gómez Cisternas	Director
Henri Jean Auguste Coste	Director
Luca Restuccia	Director
Pablo Mayorga Vásquez	Gerente General

Fondo y cuotas del fondo

De la Administración del fondo

Como regla general, la estructura de administración queda definida al momento de decidir la constitución del fondo o, en su defecto, a la fecha de tomar la decisión de la gestión de uno ya en funcionamiento. En particular se asigna al responsable de la administración y se establecen los mecanismos de control, tanto en los aspectos operativos de la gestión como de rendimiento del fondo. En esta etapa, en donde participa el directorio, se toman los resguardos necesarios para evitar y minimizar los eventuales conflictos de interés.

En los hechos, el responsable directo de la administración del fondo debe ceñir sus funciones con lo establecido en el "Manual de Tratamiento y Solución de conflicto de interés" de la AGF, que establece los criterios generales y específicos que norman la forma de resolver las potenciales situaciones que envuelvan superposiciones de intereses. Existe una unidad que vela por el cumplimiento de estas normas.

El directorio de la AGF es informado de forma periódica respecto de la gestión de inversiones de los fondos y del cumplimiento de límites establecidos, tanto en sus reglamentos internos como por la administración. Asimismo, toda decisión de compra y/o venta está amparada dentro de la política de inversiones.

Se observa que la estructura de gestión de riesgo del fondo está debidamente formalizada y con niveles de flexibilidad adecuados, sobre la base de políticas generales para todos los fondos que deben adecuarse a las características propias de sus activos. Por otra parte, se observa que la administradora dispone de sistemas robustos para la gestión de los fondos, incluidos aquellos con activos con mayor nivel de movimiento (enajenaciones), precios más variables y, en general, más sofisticados en cuanto a sus valorización y contabilización. Desde este punto de vista, los sistemas son más que suficientes para soportar las operaciones de **FM Compromiso BancoEstado**.

Objetivo y política de inversión del fondo

En virtud de lo señalado en su reglamento interno, el objeto del fondo es invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo de emisores nacionales y en contratos de derivados de opciones, futuros y forwards sobre monedas, tasas de interés e instrumentos de deuda en los cuales esté autorizado a invertir, manteniendo una duración de la cartera de inversiones del fondo mayor a 365 días y menor o igual a 2.190 días.

La política de inversiones estipulada en el reglamento permite y/u obliga lo siguiente en relación con la cartera de activos:

- Invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo (Anexo 1).
- Invertir en valores que le permitan cumplir con una duración de la cartera mayor a 365 días y menor o igual a 2.190 días.
- La clasificación de riesgo de los instrumentos en los que invierta el fondo deben estar clasificados en las categorías "B" o "N-4", o superiores a éstas.
- El mercado al cual el fondo dirigirá sus inversiones será el mercado nacional.
- Invertir hasta el 100% de su activo, o mantener pesos moneda nacional y/o unidades de fomento (UF).
- Mantener un porcentaje máximo de 20% del activo del fondo en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad.
- Mantener un porcentaje máximo de 30% del activo del fondo en instrumentos emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial.
- Mantener un porcentaje máximo de 25% del activo del fondo en títulos de deuda de securitización.

Cabe mencionar que el fondo podrá invertir hasta un 100% de sus activos en instrumentos emitidos por sociedades que no cuenten con el mecanismo de gobierno corporativo descrito en el artículo 50 bis de la Ley N° 18.046, esto es comité de directores.

En la práctica, el **FM Compromiso BancoEstado** ha presentado una cartera de inversión conformada en su mayoría por bonos de bancos, depósitos a plazo y bonos de empresas, emitidos por instituciones que cuentan con una clasificación de riesgo muy por sobre la "Categoría B", que es la mínima que exige el reglamento (el 92,7% alcanzaba una clasificación igual o superior a "Categoría AA-" en marzo de 2018). La cartera ha cumplido además con la duración permitida, lo que se manifiesta en un *duration* promedio de 846 días los

últimos doce meses. En términos de tipo de moneda y de tasa de interés, las inversiones se han orientado a instrumentos en unidades de fomento y pesos chilenos (69,8% y 29,9% promedio últimos dos años, respectivamente) y tasa fija.

El reglamento del fondo otorga la posibilidad de invertir en derivados, con la finalidad de cobertura de los riesgos asociados a sus inversiones, y adquirir instrumentos con retroventa.

Composición del fondo

Actualmente, el fondo cuenta con siete series de cuotas. A continuación se presenta la distribución del patrimonio a marzo de 2018 entre las distintas series.

A marzo de 2018, el fondo presentaba un tamaño aproximado de US\$ 381,23 millones, que ha sido variable en el tiempo, tal como se muestra en el gráfico a continuación:

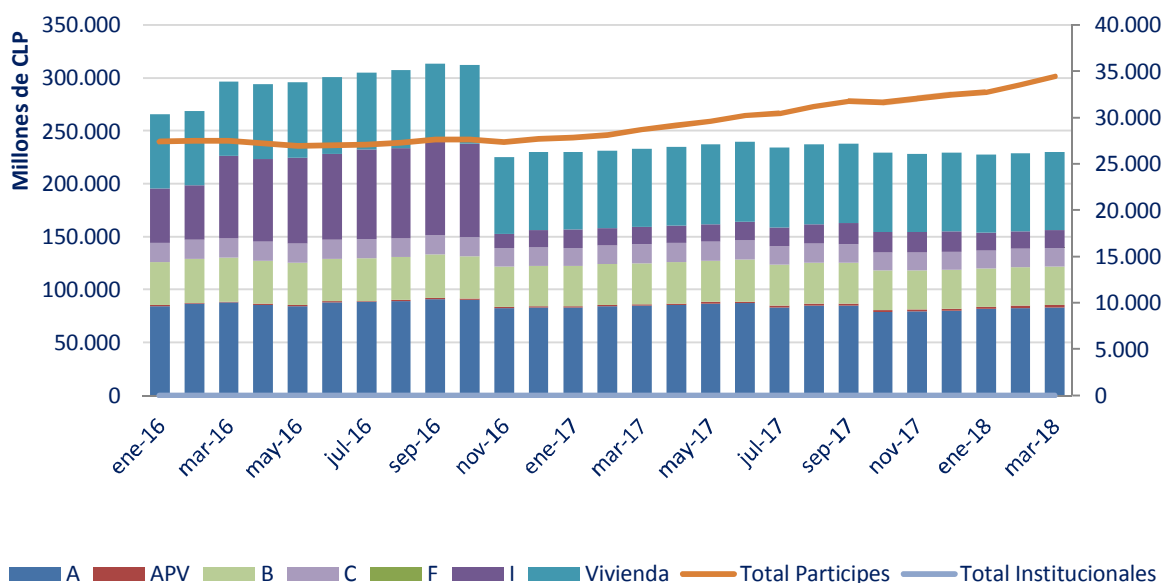


Ilustración 1: Evolución del patrimonio administrado

En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a bonos de bancos y depósitos a plazo. El gráfico y cuadro siguientes muestran la evolución de las principales inversiones:

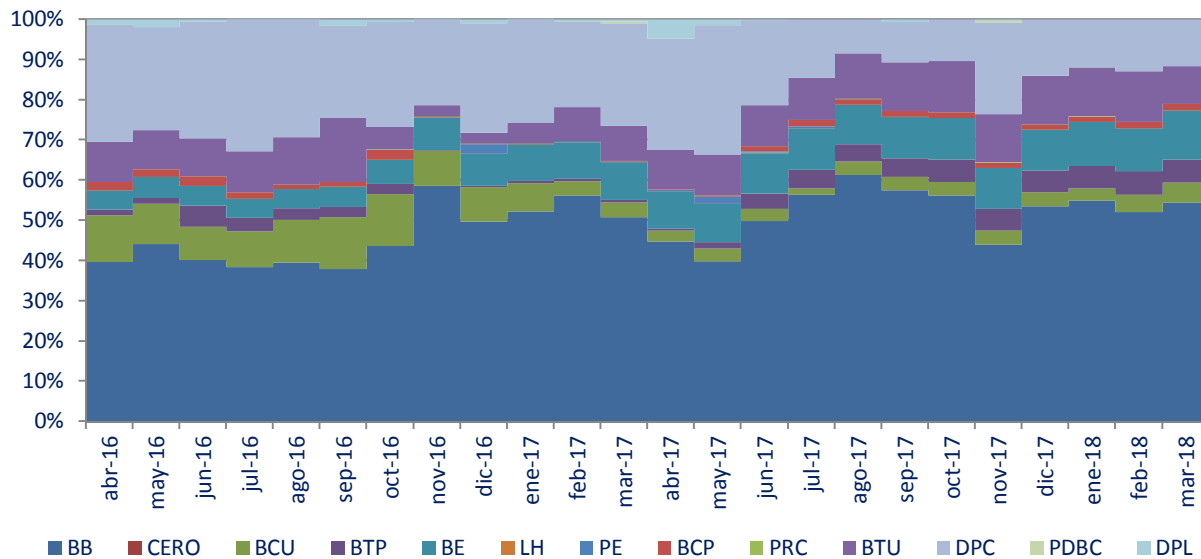


Ilustración 2: Distribución de la cartera por instrumento

Al analizar la evolución del fondo en los meses que ha operado, se observa que su participación de mercado en el segmento de fondos mutuos Tipo 3 ha mejorado, pasando de un 2,31% a 2,76% entre abril de 2017 y marzo de 2018. Caso contrario se da al interior de la administradora, donde dentro del mismo periodo de tiempo, pasó de representar un 9,72% a un 7,94%, respecto de todos los fondos de la AGF.

En lo que se refiere a la concentración por emisor (no más de 20% del activo), el fondo no ha sobrepasado las restricciones normativas en los últimos cuatro años, período abarcado por la evaluación.

Manejo de conflictos de interés

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

La legislación vigente, en particular la Ley N° 20.712 sobre administración de fondos de terceros y carteras individuales, junto con su reglamento interno, tienden a controlar principalmente los eventuales conflictos de interés, que podrían surgir producto de transacciones con personas relacionadas a la administración del fondo. Cabe destacar que para los fondos de inversión la ley establece la formación de un Comité de Vigilancia, que entre sus atribuciones está la de controlar el cumplimiento de las normas vinculadas a este tipo de materias.

Para efectos del tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora, Banco Estado AGF posee el "Manual de Tratamiento y Solución de los Conflictos de Interés", en adelante el Manual, el cual tiene como fin establecer las políticas, normas, procedimientos y pautas de comportamiento internas, en relación al manejo de información que pudieran afectar los precios de los valores de oferta pública emitidos por la AGF y su divulgación.

De forma complementaria, el BancoEstado cuenta con un “Manual de Ética” que se alinea con el Manual antes referido y establece la conducta que debiese tener su personal frente a asuntos que podrían dañar la imagen del banco. Este manual posee principios de reflexión, criterios de juicio y directrices de acciones lo cual orienta al trabajador.

Existe un encargado de cumplimiento de la AGF que es la persona responsable de la supervisión del cumplimiento de las normas y procedimientos contenidos en el manual.

Con respecto a las personas afectas, se señala que deben informar por escrito al oficial de Cumplimiento de la AGF con copia al director de Cumplimiento y Seguridad Operacional Corporativo del BancoEstado, todas la transacciones de los valores de oferta pública de la sociedad, dentro de las 24 horas siguientes a la fecha de la operación. Además deben atender de forma diligente las solicitudes requeridas tanto por el oficial de Cumplimiento de la AGF como por el director de Cumplimiento y Seguridad Operacional Corporativo del Banco del Estado de Chile.

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

Para el cálculo de la remuneración, se aplicará al monto que resulte de deducir del valor neto diario de la serie antes de remuneración los aportes recibidos antes del cierre de operaciones y de agregar los rescates que corresponda liquidar en el día, esto es, aquellos solicitados antes de dicho cierre.

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

Cuadro 3: Remuneración de cargo al fondo

Serie	Remuneración fija anual	Requisito de ingreso
A	Hasta un 0,952% anual (IVA incluido)	Partícipes que no requieren suscribir un plan de Ahorro Previsional Voluntario, cuyo monto de aporte sea inferior a \$1.000.000.000 e iguales o superiores a \$20.000.000.
APV	Hasta un 1,500% anual (exento de IVA)	Partícipes que requieren suscribir un Plan de Ahorro Previsional Voluntario Individual, de aquellos a que se refiere el Decreto Ley N° 3.500.
B	Hasta un 1,785% anual (IVA incluido)	Partícipes que no requieren suscribir un plan de Ahorro Previsional Voluntario, cuyo monto de aporte sea inferior a \$20.000.000 e iguales o superiores a \$5.000.000.
C	Hasta un 2,975% anual (IVA incluido)	Partícipes que no requieren suscribir un plan de Ahorro Previsional Voluntario, cuyo monto de aporte sea inferior a \$5.000.000 e iguales o superiores a \$5.000.000.
F	Hasta un 0,150% anual (IVA incluido)	Partícipes que sean Administradora de Fondos de Pensiones y Fondos de Pensiones Tipo A, B, C, D o E conforme a lo establecido por el D.L. 3.500 y aquellos realizados por las Administradoras Generales de Fondos constituidas conforme a la Ley N° 20.712, cuyo monto mínimo deberá ser mayor o igual a \$1.000.000.000.
I	Hasta un 0,833% anual (IVA incluido)	Partícipes que no requieren suscribir un plan de Ahorro Previsional Voluntario, cuyo monto de aporte sea igual o superior a \$1.000.000.000.
VIVIENDA	Hasta un 0,400% anual (exento de IVA)	Partícipes que sean instituciones autorizadas para mantener cuentas de ahorro para el arrendamiento de viviendas con promesa de compraventa, cuyo monto sea igual o superior a \$1.000.000.

No se contempla remuneración variable.

Según información entregada por la administradora, durante el período del año en curso, a marzo, el fondo recaudó \$ 167 millones por concepto de remuneración.

Política de endeudamiento

La política de endeudamiento del fondo contempla la posibilidad que este pueda endeudarse mediante contratos de productos derivados (ver Anexo 2), con el objeto que la administradora pueda dar cobertura a los riesgos asociados a sus inversiones de contado. Para todos los efectos, el plazo de los contratos de derivados no podrá ser superior a 1.095 días. El porcentaje máximo de dicho endeudamiento no puede superar el 20% de su patrimonio.

Además, el fondo no contempla contraer otro tipo de deuda, no quedando comprendidas dentro de este concepto, las obligaciones de pago de rescates que surjan con motivo de las solicitudes que realizan los partícipes respecto de los aportes que mantienen en el fondo, ni las obligaciones generadas por las operaciones de inversión del fondo efectuadas al contado y cuya condición de liquidación es igual o inferior a 5 días hábiles bursátiles desde su realización.

Al 31 de diciembre de 2017 el fondo no presentó obligaciones financieras.

Comportamiento del fondo y las cuotas

Rentabilidad y riesgo

En términos de rentabilidad, desde enero de 2016 (fecha desde la cual se realizó el análisis) las distintas series del fondo han evolucionado de forma disímil, en relación con la rentabilidad promedio de los fondos mutuos tipo 3 en pesos⁵ y a la TIP mayor a 365 días. El promedio de rentabilidad de los últimos 24 meses han sido de 0,28%; 0,24%; 0,22%; 0,17%; 0,34% y 0,35% para las series A, APV, B, C, I y VIVIENDA, respectivamente, mientras que los mercados comparables de los fondos mutuos tipo 3 en pesos y TIP mayor a 365 días obtuvieron una rentabilidad de 0,27% cada una. Para este análisis, se ha decidido excluir la serie F, debido a que lleva menos de un mes en funcionamiento, por lo cual no se puede hacer un análisis completo de esta.

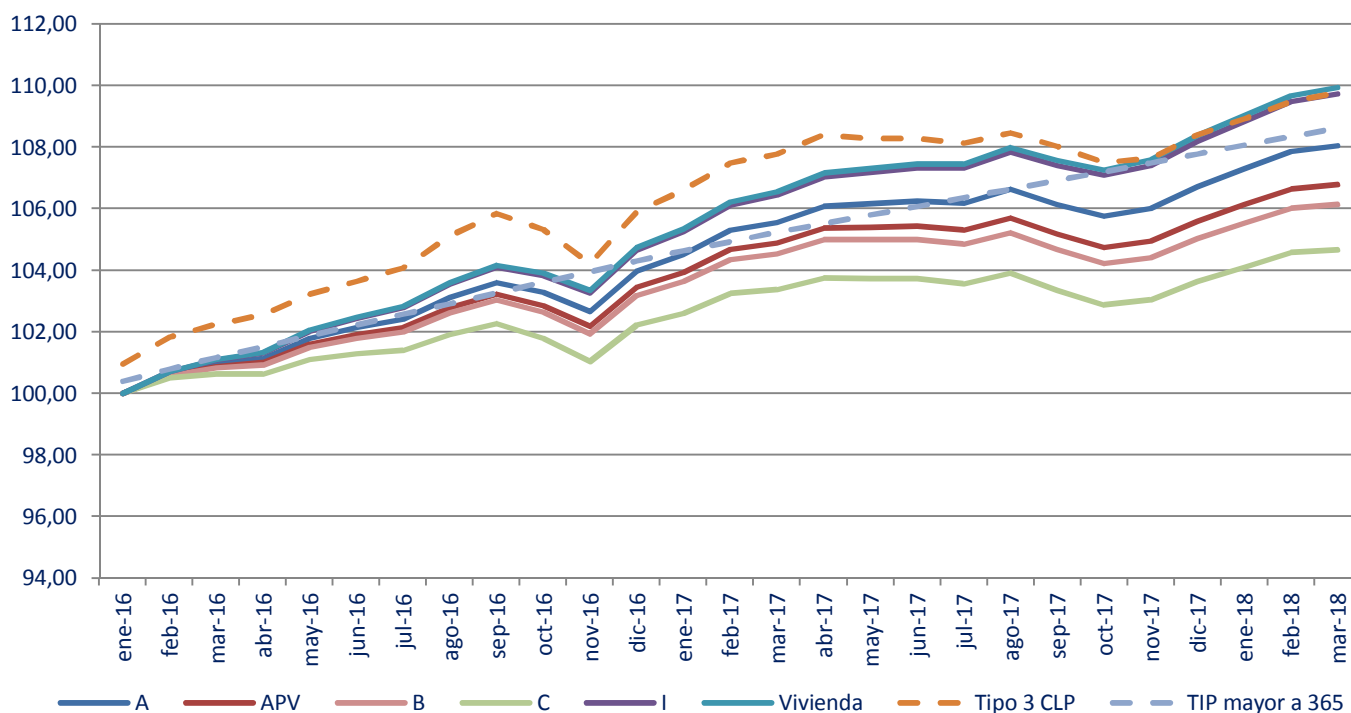


Ilustración 3: Evolución de la rentabilidad nominal mensual en base 100

A continuación se muestra un análisis del nivel y de la volatilidad de la rentabilidad para el FM Compromiso BancoEstado, en relación al mercado de fondos tipo 3 en pesos y la TIP mayor a 365 días:

⁵ Información pública de la CMF, no habiendo responsabilidad de Humphreys en la elaboración de la misma.

Cuadro 4: Rentabilidad de las series del fondo en base a la variación del valor cuota

	Rentabilidades								
	A	APV	B	C	F	I	Vivienda	FM Tipo 3	TIP > 365
Rentabilidad Mes Actual	0,181%	0,135%	0,111%	0,092%	0,000%	0,242%	0,250%	0,267%	0,266%
Rentabilidad Mes Anterior	0,527%	0,484%	0,462%	0,446%	0,000%	0,582%	0,588%	0,512%	0,256%
Últimos seis meses	1,809%	1,532%	1,387%	1,279%	--	2,173%	2,217%	1,616%	1,607%
Últimos 12 meses	2,367%	1,808%	1,518%	1,254%	--	3,101%	3,191%	1,851%	3,230%
Rentabilidad YTD 2018	1,255%	1,119%	1,048%	0,994%	--	1,434%	1,456%	1,272%	0,791%
Des Est (24 meses)	0,424%	0,424%	0,424%	0,417%	0,000%	0,424%	0,424%	0,383%	0,006%
Promedio (24 meses)	0,284%	0,238%	0,215%	0,165%	0,000%	0,344%	0,351%	0,268%	0,266%
C. Variación (24 meses)	1,49	1,78	1,98	2,53	--	1,23	1,21	1,43	0,02

	Rentabilidades anualizadas								
	A	APV	B	C	F	I	Vivienda	FM Tipo 3	TIP > 365
Rentabilidad Mes Actual	2,200%	1,630%	1,335%	1,114%	0,000%	2,946%	3,038%	3,256%	3,240%
Rentabilidad Mes Anterior	6,506%	5,970%	5,692%	5,483%	0,000%	7,208%	7,295%	6,322%	3,120%
Últimos seis meses	3,652%	3,087%	2,794%	2,574%	--	4,392%	4,484%	3,259%	3,240%
Últimos 12 meses	2,367%	1,808%	1,518%	1,254%	--	3,101%	3,191%	1,851%	3,230%
Rentabilidad YTD 2018	5,117%	4,550%	4,257%	4,036%	--	5,860%	5,952%	5,187%	3,200%
Des Est (24 meses)	5,212%	5,211%	5,210%	5,121%	0,000%	5,214%	5,214%	4,700%	0,067%
Promedio (24 meses)	3,463%	2,897%	2,605%	1,995%	0,000%	4,204%	4,296%	3,268%	3,240%
C. Variación (24 meses)	1,51	1,80	2,00	2,57	--	1,24	1,21	1,44	0,02

Pérdida esperada

Dado que la estructura del portafolio de inversión se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría AA-" o superior (en marzo de 2018 alcanzaron una concentración de 93%), se puede presumir que su cartera presenta un riesgo por *default* reducido. Por lo tanto, es baja la probabilidad de cambio en el valor del fondo, por efecto de pérdidas en uno o más activos por incumplimiento de los respectivos emisores.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo, en un horizonte de tiempo de dos y tres años, y considerando la conformación de la cartera del fondo a marzo de 2018, esta tendría una pérdida esperada de 0,014435%, mostrando un comportamiento que se ha mantenido entre 0,015993% y 0,007961% en los últimos dos años (pérdida promedio de 0,011771% para ese mismo período), manteniéndose en línea con la clasificación asignada. A continuación, se muestra gráficamente la evolución que ha experimentado la pérdida esperada del fondo:

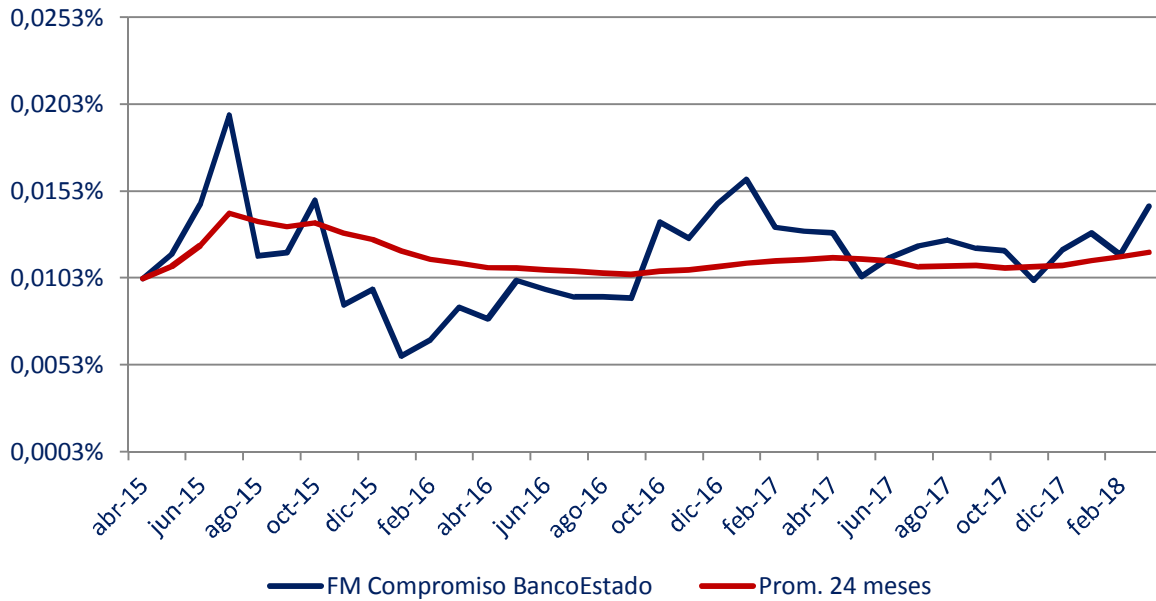


Ilustración 4: Pérdida esperada de la cartera

Riesgo del fondo

Para analizar a través del tiempo el cambio en el riesgo crediticio de la cartera, la Ilustración 5 muestra la composición de la misma en relación al *rating* asociado a cada emisor, con lo cual se logra apreciar la adecuada estabilidad con que se maneja el riesgo del fondo, que ha privilegiado emisores clasificados en "Categoría AAA" y "Categoría AA", los que a marzo de 2018 representaban un 46,3% y 43,7%, respectivamente.

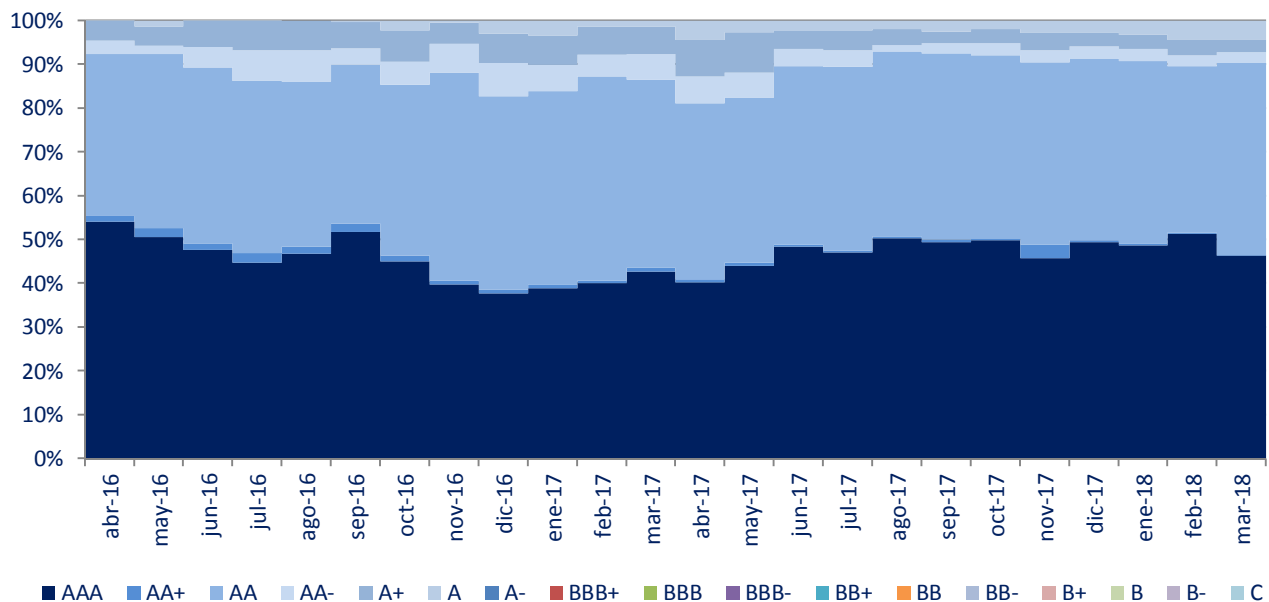


Ilustración 5: Clasificación de riesgo de los emisores

Por su parte, los riesgos de mercado se ven agravados por el perfil de la cartera de inversión, que se concentra principalmente en el mediano plazo (*duration* promedio de 806 días para los últimos 24 meses), y a que la mayor parte de las inversiones del fondo se encuentran expresadas en UF, con una importancia relativa de un 71,9% mientras que en pesos alcanza a un 28,1%, por lo que hay una exposición de la cartera a la deflación (aunque se reconoce que es un riesgo con muy poca probabilidad de materializarse).

Niveles de concentración (o diversificación del fondo)

El fondo debe cumplir con los requisitos mínimos de diversificación contemplados en el reglamento interno (ver Anexo 3) y la Ley N°1.328. Los excesos que se produzcan respecto de los límites establecidos en el reglamento interno, cuando se deban a causas imputables a la administradora, deben ser subsanados en un plazo no superior a los 30 días contados desde ocurrido el exceso. Para los casos en que dichos excesos se producen por causas ajenas de la administradora, se regularizan en la forma y plazos establecidos en la que establezca la Comisión para el Mercado Financiero mediante norma de carácter general, la que no puede superar de doce meses contados desde la fecha en que se produzca el exceso.

A juicio de **Humphreys**, la política de diversificación, descrita al interior del reglamento interno, cuenta con un diseño acorde al tipo de negocio que se planea desarrollar, cumpliendo con la normativa en cuanto a limitar el grado de concentración por emisor y por grupo empresarial.

Se observa cumplimiento en los últimos dos años referente a la concentración por emisor establecida en el reglamento interno, de no más de 20%. Pero si se analiza en cuatro años, se produjo exceso en una ocasión, pero este fue subsanado en base a lo estipulado en el reglamento.

Tal como se ve a continuación, en marzo de 2018 el 66,5% de las inversiones estuvo concentrado en ocho emisores:

Cuadro 5: Mayores emisores del fondo

Institución	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	mar-18
Tesorería General de la República	1,60%	10,01%	9,47%	3,11%	17,50%	15,18%
BBVA	8,52%	6,01%	7,23%	7,37%	7,07%	9,17%
Corpbanca	4,36%	9,71%	5,72%	8,90%	7,69%	8,49%
Security	6,27%	4,49%	9,90%	7,86%	7,46%	7,53%
Consortio	1,14%	2,33%	0,00%	8,68%	7,93%	7,01%
Banco Central	14,99%	8,27%	9,65%	8,60%	4,80%	6,41%
Banco Santander	6,19%	9,89%	7,53%	7,99%	7,79%	6,40%
Banco de Chile	6,77%	8,63%	9,21%	7,33%	8,40%	6,32%
Sub-Total	49,83%	59,35%	58,71%	59,83%	68,65%	66,51%
Ocho mayores emisores	63,25%	64,08%	67,22%	63,30%	69,66%	66,51%

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

Liquidez del fondo

El fondo considera en su reglamento interno mantener dentro del total de los activos una inversión mínima de un 5% en instrumentos líquidos, entendiéndose por tales aquellos instrumentos emitidos o garantizados por el Estado, Banco Central de Chile y aquellos con un plazo de vencimiento menor o igual a 365 días emitidos por bancos e instituciones financieras nacionales, con el fin de contar con los recursos necesarios para cumplir con sus obligaciones generadas, como consecuencia de las operaciones propias que realice el fondo y con aquellas emanadas de los rescates de cuotas realizadas por sus partícipes.

A marzo de 2018 la cartera de inversión está conformada, principalmente, por bonos bancarios, depósitos de corto plazo y bonos de empresas de emisores nacionales (que concentran en conjunto el 78%), todos los cuales cuentan con mercados secundarios, lo que convierte a **FM Compromiso BancoEstado** en un fondo con buena liquidez.

Durante los últimos 24 meses, el máximo de retiro total diario neto de aportes equivalió al 15% del patrimonio del fondo a esa fecha.

Liquidez de la cuota

El reglamento interno del fondo establece que los rescates serán pagados en pesos de Chile, mediante dinero efectivo, transferencia bancaria, vale vista o abono en cuenta corriente, en un plazo no mayor a un día hábil bancario, 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 retiro programado. El fondo no contempla un procedimiento distinto al descrito anteriormente si es que se trata de rescates por montos significativos, que pudiesen afectar de manera relevante al valor del patrimonio.

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

Los aportantes del fondo han aumentado en los últimos 24 meses, alcanzando los 34.451 a marzo 2018; sin embargo, la importancia relativa de los principales partícipes es alta en relación al patrimonio, por lo que, eventualmente, pudiesen presionar la liquidez del fondo. A la misma fecha el principal representaba un 29,6% del fondo (los diez principales un 40,4%). A continuación, el Cuadro 6 presenta la incidencia de los principales aportantes del fondo:

Cuadro 6: Principales aportante del fondo

Peso relativo aportante	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	mar-18
1°	1,38%	13,91%	29,25%	29,88%	29,62%
2°	1,17%	3,50%	3,86%	4,01%	4,05%
3°	0,78%	1,65%	2,68%	2,48%	2,40%
4°	0,73%	1,44%	2,04%	2,12%	2,14%
5°	0,70%	1,17%	0,89%	0,97%	0,69%
6°	0,40%	0,89%	0,44%	0,68%	0,33%
7°	0,27%	0,59%	0,35%	0,55%	0,33%
8°	0,26%	0,55%	0,29%	0,32%	0,30%
9°	0,25%	0,52%	0,29%	0,30%	0,30%
10°	0,20%	0,30%	0,26%	0,30%	0,27%
Total	6,14%	24,52%	40,35%	41,61%	40,43%

Valorización de las cuotas y *duration* de activos

Según la circular N° 1.579 del año 2002 de la CMF, los instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo se valorizan al precio o valor de mercado, según los siguientes criterios:

- a) Si en el día de la valorización, el título se transó en algún mercado de cuyas transacciones se publiquen estadísticas diarias de precios y montos, se utiliza el valor resultante de actualizar el o los pagos futuros, considerando como tasa de descuento la TIR promedio ponderada de las transacciones informadas del día, siempre que estas hayan superado un total de UF 500.
- b) Si no se supera las UF 500 en el día de la valorización, o el título no se ha transado, se valoriza utilizando como tasa de descuento la última determinada en conformidad con lo dispuesto en el párrafo anterior.

Los ajustes deben ser fundamentados y puestos a disposición de la CMF o de cualquier otro participante del fondo, a su sola solicitud.

Hay que mencionar que en lo relativo a la valorización de instrumentos nacionales, se utilizan los servicios entregados por un proveedor externo independiente, que permite obtener un precio de mercado de los instrumentos anteriormente señalados. Dicho sistema es un estándar de valorización en la industria de fondos mutuos.

Considerando la metodología de valorización autorizada por la CMF y el uso de un proveedor externo, en nuestra opinión, no se generan distorsiones materiales en el valor final de la cuota.

A juicio de **Humphreys**, esta metodología de valorización permite reflejar adecuadamente el monto al que el instrumento se puede liquidar en el mercado.

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

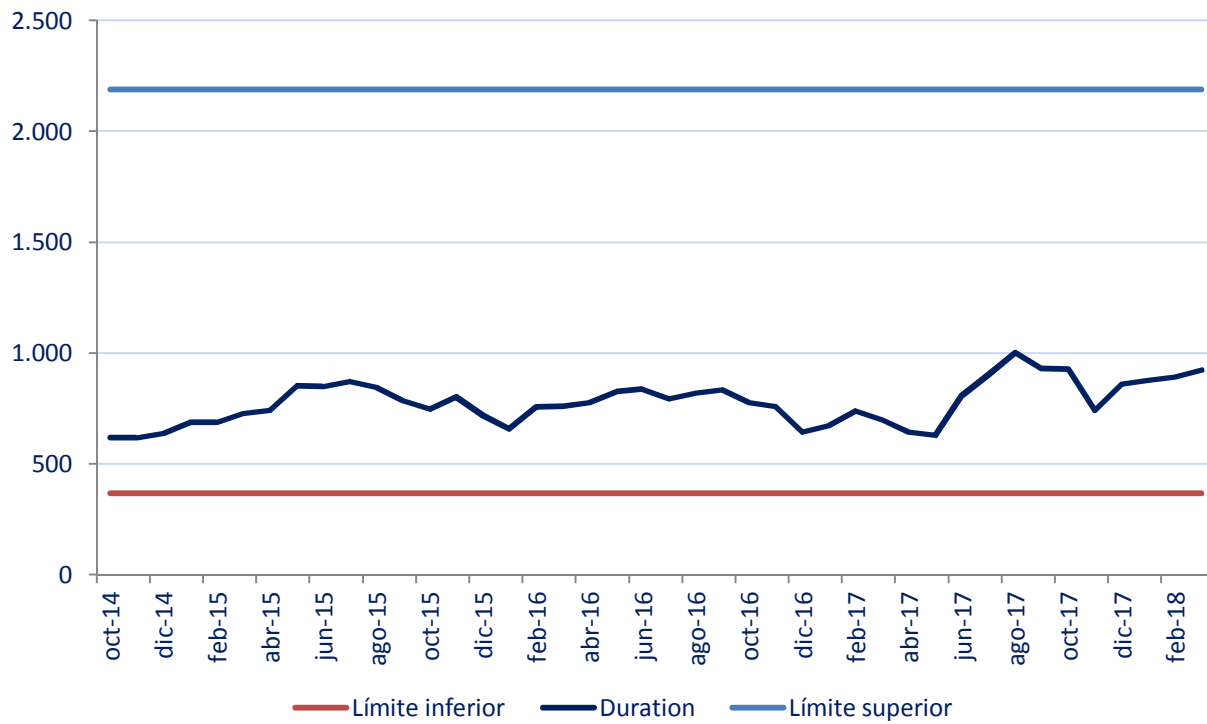


Ilustración 6: *Duration* de los activos del fondo

"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 Comisión para el Mercado Financiero 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 1

Instrumentos de inversión

Diversificación de las inversiones por tipo de instrumento respecto del activo total del fondo:

Tipo de instrumento	Mínimo	Máximo
Instrumentos de deuda	70%	100%
Instrumentos emitidos o garantizados por el Estado y el Banco Central de Chile.	0%	100%
Instrumentos emitidos o garantizados por bancos extranjeros que operen en el país.	0%	100%
Instrumentos emitidos o garantizados por bancos e instituciones financieras nacionales.	0%	100%
Instrumentos inscritos en el Registro de Valores, emitidos por la Corporación de Fomento de la Producción, sus filiales, empresas fiscales, semifiscales, de administración autónoma y descentralizada, empresas multinacionales, sociedades anónimas, u otras entidades inscritas en el mencionado registro.	0%	100%
Títulos de deuda de securitización correspondiente a la suma de los patrimonios de los referidos en el Título XVIII de la Ley N° 18.045, que cumplan los requisitos establecidos por la Comisión para el Mercado Financiero.	0%	25%
Otros valores de oferta pública, de deuda, que autorice la Comisión para el Mercado Financiero.	0%	100%

Diversificación de las inversiones por emisor y grupo empresarial:

- Límite máximo de inversión por emisor: 20% del activo del fondo.
- Límite máximo de inversión en títulos de deuda de securitización correspondientes a un patrimonio de los referidos en el Título XVIII de la Ley N° 18.045: 25% del activo del fondo.
- Límite máximo de inversión por grupo empresarial y sus personas relacionadas: 30%⁶ del activo del fondo.

⁶ Elemento que se ha cumplido en los últimos periodos.

Anexo 2

Contrato de derivados

La Administradora por cuenta del Fondo celebrará contratos de productos derivados con la finalidad de cobertura de los riesgos asociados a sus inversiones de contado. El uso de instrumentos financieros derivados, incluso como cobertura de otras inversiones, también conlleva riesgos, como la posibilidad de que haya una correlación imperfecta entre el movimiento del valor de los contratos de derivados y las inversiones objeto de cobertura, lo que puede dar lugar a que ésta no tenga todo el éxito previsto.

Los contratos que podrá celebrar la administradora serán de opciones, futuros y forward, en donde el fondo podrá actuar como comprador o vendedor de los respectivos activos objetos de los mencionados contratos. Los activos objetos serán sobre monedas, tasas de interés e instrumentos de deuda en los cuales esté autorizado a invertir el fondo, los que se efectuarán tanto en mercados bursátiles, como OTC.