



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Clasificación
y Tendencia**

A n a l i s t a
Margarita Andrade P.
Tel. (56) 22433 5213
margarita.andrade@humphreys.cl

Fondo Mutuo EuroAmerica Investments Renta Chilena

Junio 2017

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	A+fm ¹
Riesgo de mercado	M3
Tendencia	En Observación ²
Estados Financieros	31 de diciembre de 2016 ³
Administradora	EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Fondo Mutuo EuroAmerica Investments Renta Chilena (en adelante **FM Investments Renta Chilena**) comenzó sus operaciones el 06 de noviembre de 2013 y corresponde a un fondo mutuo tipo 6 (de libre inversión). Es administrado por EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A. (en adelante EuroAmerica AGF), sociedad filial de EuroAmerica S.A.

De acuerdo con lo establecido en su reglamento interno, el objetivo principal del fondo mutuo es invertir en instrumentos de deuda de emisores nacionales, con al menos un 70% de sus activos. Adicionalmente, conforme a sus estrategia, también puede invertir en instrumentos de capitalización nacionales, así como en otros títulos e inversiones financieras que inviertan o cuyos subyacentes correspondan a instrumentos de deuda de emisores nacionales. Al 30 de abril de 2017, el valor del patrimonio del fondo ascendía a US\$ 46,6 millones.

El cambio de clasificación desde "*Categoría AA-fm*" a "*Categoría A+fm*" se explica por el aumento observado por el fondo en su indicador de pérdida esperada desde comienzos de 2015 y que se ha incrementado con la presencia de cuotas de fondos mutuos al interior de la cartera (en especial del Fondo Mutuo EuroAmerica Investments Latam Local Currency Debt), que en abril de 2017 representaron un 3,5% de esta. El indicador de pérdida esperada pasó de 0,01181% (diciembre de 2014) a 0,06628% (abril de 2017).

Entre las fortalezas del **FM Investments Renta Chilena** que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo de sus cuotas en "*Categoría A+fm*" destacan las características propias de la cartera de inversiones, que está orientada a instrumentos de bajo riesgo crediticio, con elevada liquidez y baja exposición cambiaria, ya que mayoritariamente sus instrumentos son de emisores nacionales, en pesos y unidades de fomento.

Adicionalmente, la clasificación de las cuotas incorpora como un factor positivo, la administración de EuroAmerica AGF, que en opinión de **Humphreys**, posee una alta capacidad para gestionar fondos,

¹ Clasificación anterior: AA-fm.

² Tendencia anterior: Desfavorable.

³ Corresponden a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la SVS al cierre de abril de 2017 (cartera de inversiones, valores cuota).

permitiendo presumir una baja probabilidad de un deterioro significativo en el nivel de riesgo actual de las cuotas.

En paralelo, también como elemento positivo, la evaluación incorpora la adecuada representatividad del valor de las cuotas en relación al precio de mercado de los activos que conforman el fondo.

Sin perjuicio de las fortalezas aludidas, la clasificación de riesgo se encuentra acotada por el hecho que la composición de su cartera de inversión, según los límites establecidos en el reglamento interno del fondo ("Categoría BBB", "N-4", o superiores), podría presentar variaciones en cuanto a riesgo crediticio de los emisores, lo que trae consigo un deterioro potencial en el riesgo de las cuotas. A pesar de ello, un atenuante es la experiencia propia del fondo, que persistentemente ha invertido en instrumentos locales y las restricciones que se impone la sociedad administradora en la evaluación del riesgo de la contraparte.

Los mecanismos establecidos para evitar conflictos de interés están formalizados en un manual que, según opinión de **Humphreys**, establece claramente la forma de resolver y manejar los conflictos que surgen y, a la vez, asigna debidamente las responsabilidades y roles de los miembros de la organización.

La clasificación de riesgo de mercado corresponde a *M3*, debido a que la duración promedio de la cartera alcanzó a 696 días en mayo de 2017 (promedio 24 meses), con una cartera de inversiones expresada en pesos y unidades de fomento (en promedio, en los últimos 24 meses, el 51,4% y 44,1% de la cartera estaba expresada en pesos y unidades de fomento, respectivamente), situación que le da una mediana exposición a los cambios en la tasa de interés y una exposición media-baja la evolución de la inflación. No obstante lo anterior, desde agosto de 2015, la cartera de inversiones del fondo ha incorporado cuotas del Fondo Mutuo EuroAmerica Investments Latam Local Currency Debt, que está expresado en dólares, y que, eventualmente, podría aumentar el riesgo de mercado del fondo clasificado. No obstante lo anterior, según información de la administradora, el fondo objeto de inversión está cubierto a la volatilidad de tipo de cambio a través de operaciones *forward*.

Resumen Fundamentos Clasificación (No considera riesgo de Mercado)

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- Alta capacidad de gestión de la administradora.
- Adecuado manejo de conflicto de interés
- Adecuados equipos de trabajos.

Limitantes

- Amplitud de límite en relación a riesgo de activos, aunque menor a otros fondos del mercado (atenuado por políticas internas).
- Niveles de concentración (atenuado por estar concentrado en el sector bancario, cuya correlación es muy elevada con el riesgo país).
- Posibilidad de inversión en moneda extranjera que aumenten su riesgo de mercado.

Definición categorías de riesgo

Categoría Afm

Cuotas con alta protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría M3

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

Antecedentes generales

FM Investments Renta Chilena 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.

De acuerdo con lo informado por la SVS, a abril de 2017 EuroAmerica AGF gestionaba ocho fondos de inversión y 24 fondos mutuos, con un patrimonio administrado de fondos mutuos de US\$ 832,5 millones, alcanzando una participación de mercado de 1,6%.

A la fecha antes referida, los fondos de libre inversión representaban el 41% de los recursos gestionados por la AGF, con un patrimonio administrado de US\$ 339 millones.

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	12,8%
Deuda corto plazo menor a 365 días	14,2%
Deuda mediano y largo plazo	9,7%
Mixto	0,3%
Capitalización	5,0%
Libre inversión	40,7%
Estructurado	Sin fondos
Inversionistas calificados	17,4%

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 está compuesto por cinco miembros, quienes sesionan mensualmente y pertenecen al directorio de la empresa matriz como ejecutivos de la misma, lo que refuerza la integración estratégica de la sociedad administradora dentro del *holding*.

Tabla 2 : Directorio EuroAmerica AGF

Directorio	Cargo
Nicholas A. Davis Lecaros	Presidente
Carlos Muñoz Huerta	Vicepresidente
Nicolás Gellona Amunategui	Director
Jorge Lesser García-Huidobro	Director
José De Gregorio Rebeco	Director

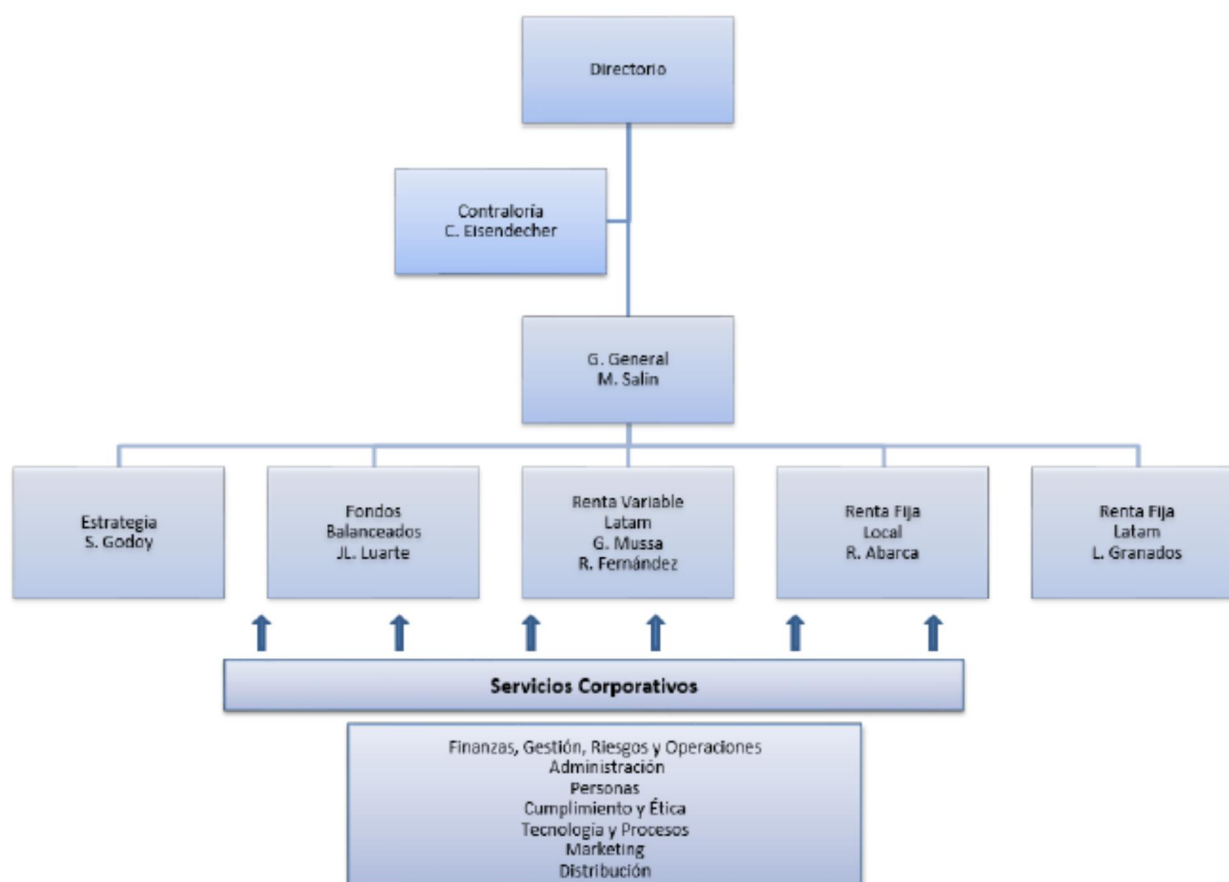
De acuerdo a lo señalado en el artículo N° 20 de la ley N° 20.712 Ley Única de Fondos, los directores de la administradora están obligados a velar por las operaciones y transacciones que se efectúen, sean sólo en el mejor interés del fondo de que se trate y en beneficio exclusivo de los partícipes del mismo.

En cuanto a su estructura administrativa, la gerencia general de la sociedad recae sobre el señor Marco Salín Vizcarra, 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.

A continuación se presenta la estructura organizacional de la administradora:



Fuente: Memoria 2016 EuroAmerica AGF.

Fondo y cuotas del fondo

Objetivos y política de inversión del fondo

FM Investments Renta Chilena tiene como objetivo principal, según señala su reglamento interno, invertir en instrumentos de deuda de emisores nacionales, con al menos un 70% de sus activos. Adicionalmente, conforme a sus estrategias de inversión, puede invertir en instrumentos de capitalización nacionales, así como en otros instrumentos e inversiones financieras, que inviertan o cuyos subyacentes correspondan a instrumentos de deuda de emisores nacionales.

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 plazo, mediano y largo plazo.
- Instrumentos de emisores nacionales con una clasificación de riesgo "BBB", "N-4" o superiores.
- Inversiones tanto en el mercado nacional como en mercados internacionales. Los mercados a los cuales se dirigen las inversiones del fondo deben cumplir las condiciones señaladas en la Norma de Carácter General N° 376 de 2015 de la Superintendencia de Valores y Seguros o aquella que la modifique y/o reemplace.
- Las monedas en las cuales se podrán denominar las inversiones del fondo y/o que se podrán mantener como disponibles se detallan en el Anexo N°1.
- Mantener un porcentaje máximo de 20% del activo total del fondo en un emisor, excepto tratándose de la inversión en cuotas de fondos mutuos nacionales.
- Mantener un porcentaje máximo de 30% del activo del fondo en cuotas de un fondo mutuo nacional.
- Mantener un porcentaje máximo de 30% del activo total del fondo en un mismo grupo empresarial.
- Mantener un porcentaje máximo de 10% del activo del fondo en cuotas de fondos administrados por la administradora o por personas relacionadas.
- No permite invertir en instrumentos emitidos o garantizados por personas relacionadas a la administradora.

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, el **FM Investments Renta Chilena** ha presentado una cartera de inversión conformada en su mayoría por depósitos de corto plazo y bonos bancarios, emitidos por instituciones que cuentan con una clasificación de riesgo por sobre la "*Categoría BBB+*", superior a la exigida por el reglamento (en abril de 2017 el 81% alcanzaba una clasificación igual o superior a "*Categoría AA-*" o superior). La cartera ha tenido un *duration* promedio de 727 días los últimos doce meses. En términos de tipo de moneda y de tasa, las inversiones se han orientado a instrumentos en pesos chilenos y unidades de fomento (51,4% y 44,1% promedio últimos dos años, respectivamente) y a tasa fija.

En lo que se refiere a la concentración por emisor (no más de 10% del activo hasta diciembre de 2014 y no más de 20% a contar de 2015), el fondo no ha sobrepasado las restricciones normativas en los últimos 24 cierres mensuales.

En opinión de **Humphreys**, el reglamento del **FM Investments Renta Chilena** no es exigente en cuanto a materias de diversificación de la inversión y tipos de instrumentos a invertir; además, otorga la posibilidad de invertir en derivados⁴, para cobertura o sólo inversión, y adquirir instrumentos con retroventa.

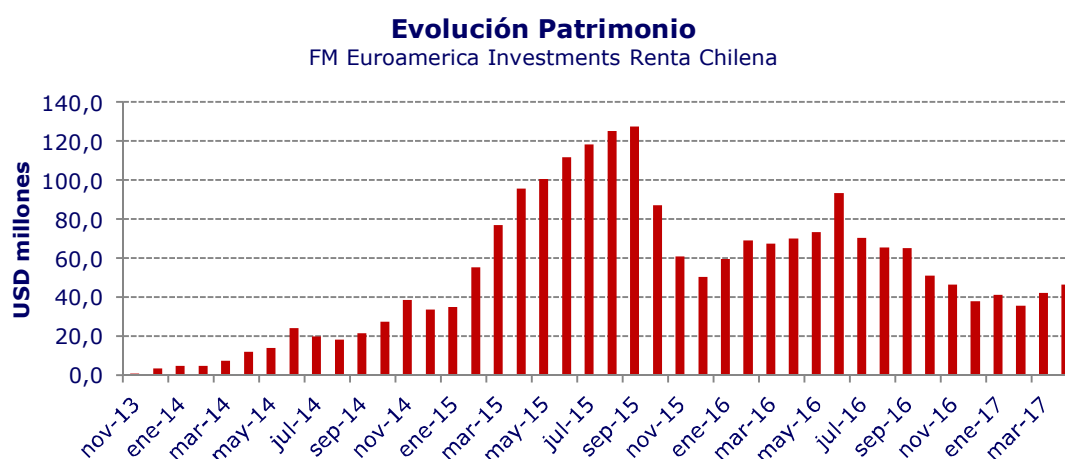
Composición del fondo

El **FM Investments Renta Chilena** ha emitido seis series de cuotas⁵, que se describen a continuación:

- **Serie A** : Para todos los partícipes que quieran invertir en el fondo.
- **Serie B-APV⁶** : 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 \$ 250 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 **FM Investments Renta Chilena**, en términos de monto, ha tenido un comportamiento volátil en los últimos años, alcanzando un tamaño de \$ 30.990 millones (US\$ 46,6 millones) en abril de 2017 y promediando \$ 37.128 millones (US\$ 55,9 millones) en los últimos doce meses.

A continuación se presenta la evolución del patrimonio desde noviembre de 2013.



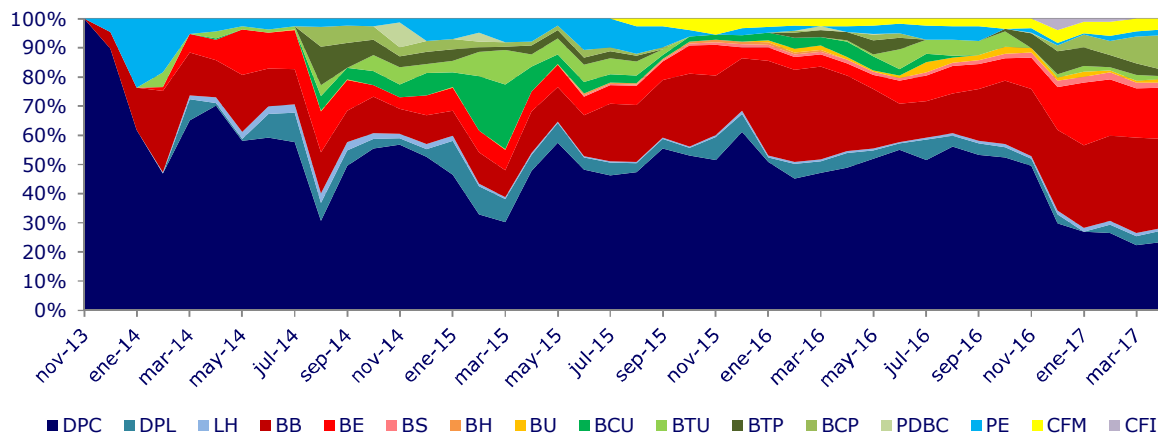
⁴ Las operaciones de derivados que puede realizar el fondo se pueden ver en el Anexo N°3 de este informe.

⁵ Las Series H-APV, I-APV y EXT aún no entran en operación.

⁶ Serie cambió de nombre, desde "Serie B" a "Serie B-APV" el 17-12-2014.

En términos de activos, la composición del fondo ha estado orientada principalmente a depósitos de corto plazo, y en menor medida a bonos bancarios y bonos de empresas.

Distribución de inversiones
FM EuroAmerica Investments Renta Chilena



Cuadro 3: Composición cartera

Instrumento	Promedio anual				
	Nov-dic 2013	2014	2015	2016	Ene-abr 2017
DPC : Depósitos corto plazo	43,61%	52,65%	47,98%	48,97%	23,08%
DPL : Depósitos largo plazo		4,58%	6,08%	3,55%	3,04%
LH : Letras hipotecarias		1,91%	0,69%	0,84%	1,05%
BB : Bonos bancarios	2,83%	13,36%	15,86%	23,85%	28,02%
BE : Bonos de empresas		8,50%	7,20%	9,96%	17,49%
BS : Bonos subordinados			0,58%	1,40%	1,93%
BH : Bonos hipotecarios			0,60%	0,77%	
BU : Bonos subordinados		0,16%	0,07%	1,34%	1,00%
BCU : Bonos Banco Central en U.F.		4,32%	6,14%	3,12%	
BTU : Bonos Tesorería en U.F.		3,16%	5,78%	2,88%	1,40%
BTP : Bonos Tesorería en pesos		6,93%	2,41%	2,99%	3,81%
BCP : Bonos Banco Central en pesos		4,78%	1,67%	4,35%	7,09%
PDBC: Pagarés descontables Banco Central		8,47%	3,11%	0,55%	
PE : Pagarés de empresas	2,28%	5,57%	6,49%	2,39%	1,34%
CFM : Cuotas de fondos mutuos			3,59%	3,02%	3,91%
CFI : Cuotas de fondos de inversión			3,59%	1,95%	0,95%
Total	46,17%	95,30%	99,58%	97,65%	92,86%

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 uno estratégico (visión *top-down*), dos sectoriales (visión *bottom-up*) y uno de análisis de exposición/posición, que en la práctica es la instancia formal para analizar el control de gestión y el riesgo del portafolio.

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

Los eventuales conflictos de interés que pudieren afectar al fondo se encuentran acotados por las disposiciones legales que afectan a este tipo de negocio, también por las políticas internas aplicadas por Euroamerica AGF.

La legislación vigente, en particular la Ley N° 20.712 sobre administración de fondos de terceros y carteras individuales, tienden a controlar principalmente los eventuales conflictos de interés que podrían surgir producto de transacciones con personas relacionadas a la administración del fondo.

Para efectos del tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora, Euroamerica AGF posee el documento “Política de Conflictos de Interés”, que se encuentra vigente desde diciembre de 2015, estableciendo el ámbito de decisiones de inversión que deben realizar los Portfolio Managers, Operadores y la Gerencia de Inversión.

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.

Remuneración y comisiones

La remuneración de la administradora se aplica al monto que resulta de deducir al valor neto diario del fondo antes de remuneración, los aportes recibidos previo al cierre de las operaciones y de agregar los rescates que corresponda liquidar en el día, esto es, aquellos solicitados antes de dicho cierre.

El fondo contempla, además, el pago de un cobro por gastos de operación cuyo monto tiene un límite máximo de 0,4% anual sobre el patrimonio del fondo.

La remuneración y comisiones para las distintas series es la siguiente:

Cuadro 4 : Remuneraciones y comisiones

Serie	Remuneración fija anual (máx. anual) (IVA inc.)	Comisión de cargo del partícipe (IVA inc.)
A	1,071%	No contempla
B-APV	1,000%*	No contempla
D	0,900%	No contempla
H-APV	0,900%*	No contempla
I-APV	0,800%*	No contempla
EXT	0,900%*	No contempla

* Serie exenta de IVA.

Durante el año pasado el fondo recaudó \$ 424,0 millones por concepto de remuneración (\$ 515,0 millones durante el período 2015). Durante el período enero-abril de 2017 la remuneración acumulada alcanza a \$ 90,5 millones.

Política de endeudamiento

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

Prohibiciones y gravámenes

De acuerdo al reglamento interno, los eventuales gravámenes, prohibiciones, limitaciones al dominio o modalidades que afecten los activos del fondo, en los términos indicados en el artículo 66° de la Ley N°20.712, no podrán exceder del 45% del activo total del fondo.

Se entenderán como afectos a gravámenes, prohibiciones, limitaciones al dominio o modalidades: los activos que se utilicen para garantizar las operaciones de compra con retroventa y de venta con retrocompra, y los recursos del fondo comprometidos en márgenes o garantías, producto de las operaciones en contratos de futuros, *forwards* y *swaps*, más los márgenes enterados por el lanzamiento de opciones.

Por otro lado, de acuerdo a lo establecido en la letra g) del artículo 59 de la Ley N°20.712, y en la Sección VI de la NCG N°376 de 2015, de la Superintendencia de Valores y Seguros, o la que la modifique o reemplace, todo tipo de obligaciones del fondo que tengan su origen en operaciones de inversión, de crédito o de financiamiento del fondo, no podrán ser superiores al 20% del patrimonio del fondo, excepto 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 y las obligaciones generadas por operaciones de inversión del fondo efectuadas al contado y cuya condición de liquidación sea igual o inferior a cinco días hábiles bursátiles desde su realización.

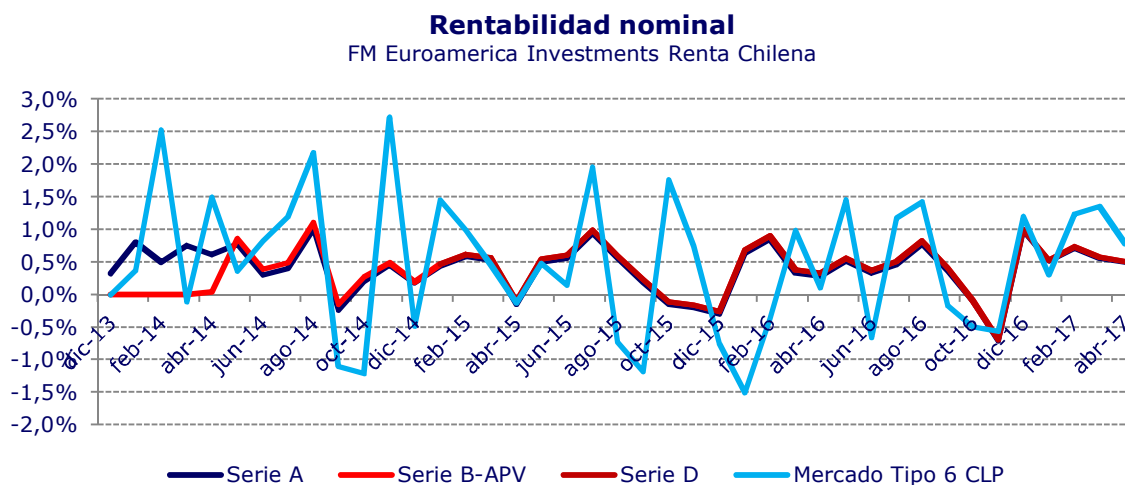
Con todo, los gravámenes, prohibiciones, limitaciones al dominio o modalidades que afecten los activos del fondo, más las obligaciones indicadas en el párrafo precedentemente, no podrán exceder en su conjunto del 50% del patrimonio del fondo.

En caso que el fondo grave sus activos o constituya prohibiciones sobre los mismos con el objetivo de garantizar algunas de sus obligaciones comprendidas en el concepto de deuda definido en la Sección VI de la NCG N°376 de 2015, de la Superintendencia de Valores y Seguros, para efectos de determinar el límite conjunto antes señalado, sólo se considerará el valor que resulte mayor entre el monto de la obligación respectiva y el monto del gravamen o prohibición destinado a garantizarla. En consecuencia, en este caso no deberán sumarse dichos montos para el cálculo del límite total.

Comportamiento del fondo y las cuotas

Rentabilidad y riesgo

Durante los últimos 24 meses, y considerando el efecto de las remuneraciones, la rentabilidad mensual de cada una de las series ha promediado 0,379%, 0,414% y 0,410% (series A, B-APV y D, respectivamente), mientras que el mercado de los fondos mutuos tipo 6 en moneda nacional promedió 0,361% en el mismo período, inferior a la rentabilidad de todas las series. En paralelo, se observa que el *benchmark* presenta una volatilidad superior a todas las series (el coeficiente de variación para ese mercado fue de 2,77 veces en los últimos 24 meses, mientras que para las series A, B-APV y D fue de 1,10, 1,01 y 1,01 veces, respectivamente, en el mismo período).



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

Cuadro 5: Análisis Rentabilidad FM Investments Renta Chilena (base mensual)

FM Investments Renta Chilena	Serie A	Serie B-APV	Serie D	Mercado Tipo 6 CLP
Rentabilidad mes actual	0,497%	0,511%	0,514%	0,782%
Rentabilidad mes anterior	0,558%	0,572%	0,576%	1,348%
Últimos seis meses	0,425%	0,440%	0,443%	0,714%
Últimos doce meses	0,407%	0,434%	0,429%	0,582%
Rentabilidad YTD	0,571%	0,585%	0,589%	0,915%
Desviación estándar (24 meses)	0,415%	0,416%	0,415%	0,988%
Promedio (24 meses)	0,378%	0,413%	0,409%	0,356%
C. Variación (24 meses)	1,10	1,01	1,01	2,77

Las rentabilidades anualizadas del fondo se presentan a continuación:

Cuadro 6: Análisis Rentabilidad FM Investments Renta Chilena (base anual)

FM Investments Renta Chilena	Serie A	Serie B-APV	Serie D	Mercado Tipo 6 CLP
Rentabilidad mes actual	6,125%	6,304%	6,349%	9,793%
Rentabilidad mes anterior	6,902%	7,088%	7,136%	17,437%
Últimos seis meses	5,226%	5,405%	5,450%	8,907%
Últimos doce meses	4,995%	5,330%	5,268%	7,216%
Rentabilidad YTD	7,075%	7,255%	7,301%	11,555%
Promedio (24 meses)	4,635%	5,076%	5,021%	4,358%

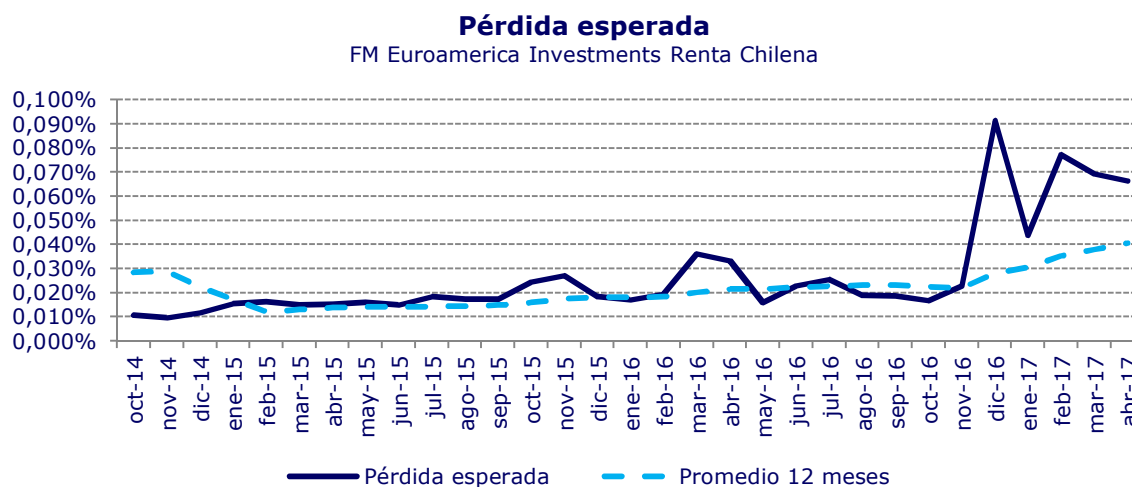
Pérdida esperada

Dado que la estructura del portafolio de inversiones de **FM Investments Renta Chilena** se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría AA-" o superior (en abril de 2017 alcanzaron una concentración de 81,4%) y que la mayor parte de sus inversiones presentan niveles de riesgo iguales o superiores a *N-1*, es posible presumir que su cartera presenta un riesgo por *default* que puede considerarse reducido. Por lo tanto, es bajo el riesgo 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 y considerando la conformación de la cartera del fondo a abril de 2017, en un horizonte de dos años, tendría una pérdida esperada⁷ de 0,06628%. Como se puede observar en el gráfico siguiente, este indicador se ha incrementado de manera importante, debido principalmente a la incorporación de cuotas del Fondo Mutuo EuroAmerica

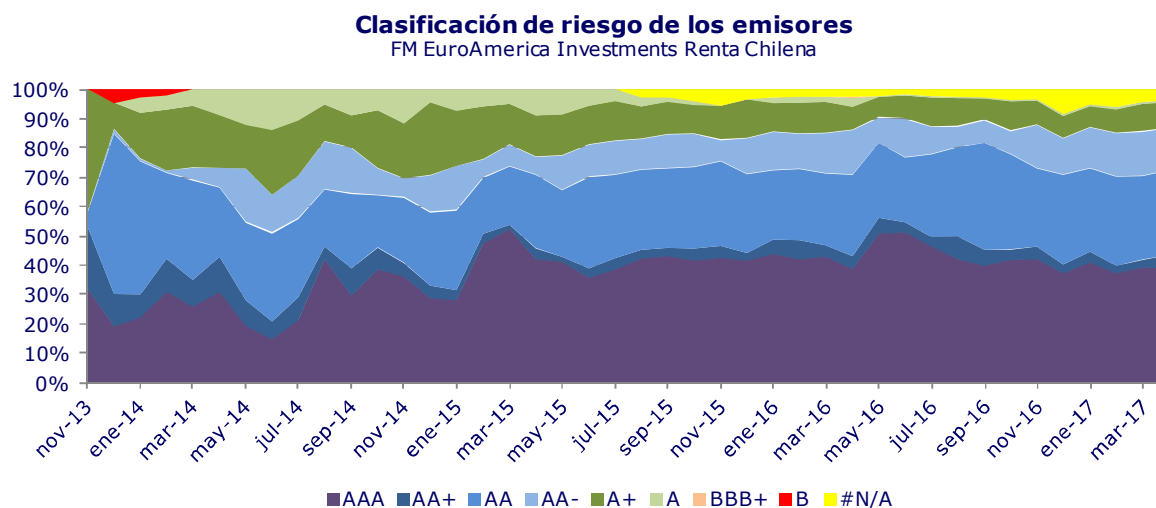
⁷ La pérdida esperada se refiere a un indicador que asocia un porcentaje de pérdida a cada instrumento según su *duration* y clasificación de riesgo. La pérdida esperada del fondo es el promedio ponderado de la pérdida de todas sus inversiones.

Investments Latam Local Currency Debt a la cartera de inversiones del fondo y que en abril de 2017 representaron el 3,5% de ella.



Riesgo 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.



A partir del gráfico anterior, se aprecia una estructura de inversiones que privilegia emisores clasificados en "Categoría AAA" y "Categoría AA", los que a abril de 2017 representaban el 36,7% y 26,9% del portafolio, respectivamente. A esa misma fecha existe una proporción del 3,5% que no presenta clasificación de riesgo, compuesto por cuotas del fondo mutuo EuroAmerica Investments Latam Local Currency Debt, administrado por la misma AGF.

Niveles de concentración (o diversificación del fondo)

El fondo debe cumplir con los requisitos mínimos de diversificación contemplados en el reglamento interno (ver Anexo N° 2). La regularización de los excesos de inversión se realizará mediante la venta de los instrumentos o valores excedidos o mediante el aumento del patrimonio del fondo en los casos que esto sea posible. Respecto a los plazos para su regularización se estará a lo dispuesto en el artículo 60 de la Ley N°20.712. Sin perjuicio de lo anterior, producido el exceso, cualquiera sea su causa, la administradora por cuenta del fondo no podrá efectuar nuevas adquisiciones de los instrumentos o valores excedidos.

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.

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.

Se observa cumplimiento en lo referente a la concentración por emisor establecida en el reglamento interno, de no más de 20% en los últimos dos años.

Tal como se ve a continuación, en abril de 2017, el 54,2% de las inversiones estuvo concentrado en ocho emisores.

Cuadro 7: Mayores emisores del fondo

Institución	% del activo del fondo				
	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	abr-17
Banco Central		11,11%	2,21%	2,18%	10,99%
Banco de Chile	8,48%	0,66%	10,05%	10,13%	9,57%
Banco Santander		2,86%	9,65%	6,60%	6,99%
Banco Bice	1,08%	6,25%	9,36%	12,66%	6,48%
BBVA	4,96%	3,42%	8,28%	3,11%	5,44%
Forum Servicios Financieros S.A.		5,99%		3,27%	5,29%
Scotiabank	1,09%	4,19%	12,47%	6,31%	4,99%
Security	0,66%	4,96%	11,55%	5,15%	4,44%
Sub-total	16,27%	39,45%	63,58%	49,40%	54,20%
Ocho mayores emisores	49,02%	59,93%	74,42%	63,10%	54,20%

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 al menos un 1% de sus activos de alta liquidez, entendiéndose que tienen tal carácter, además de las cantidades que se mantenga en caja y bancos, las cuotas de fondos mutuos nacionales, operaciones de compra con compromiso de venta con plazo de vencimiento menor de 30 días, y los instrumentos de deuda con vencimientos inferiores a un año. El fondo debe mantener el indicador de liquidez con el propósito de contar con los recursos necesarios para cumplir con sus obligaciones en relación a las operaciones que realice y para efectos del pago de rescates de cuotas.

A abril de 2017 la cartera de inversión está conformada, principalmente, por bonos de empresas, bonos bancarios y depósitos de corto plazo de emisores nacionales (concentran en conjunto el 67%), todos ellos, con mercados secundarios que convierten a **FM Investments Renta Chilena** en un fondo con buena liquidez. En cuanto a las cuotas, que representan el 3,5% de las inversiones, en teoría –por reglamento del fondo en cuestión- son de rápida exigibilidad; no obstante, **Humphreys** desconoce la capacidad de tal fondo para dar cumplimiento a la promesa dada a su aportante (en este caso **FM Investments Renta Chilena**).

Durante los últimos 24 meses, el máximo de retiro ascendió a \$ 17.959 millones, equivalente al 20,63% de patrimonio neto del día anterior.

Liquidez de la cuota

El reglamento interno del fondo establece que los rescates serán pagados en pesos de Chile, un plazo no mayor de 10 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), mediante documentos bancarios de pago emitidos o extendidos nominativamente a nombre del partícipe, o bien, mediante abono, depósito o transferencia en la cuenta corriente bancaria o mercantil o de depósito que el partícipe señale y de las que sea titular o cuente con facultades generales para su administración. 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 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. Si la solicitud es presentada antes del cierre de operaciones del fondo, en la liquidación del rescate se utilizará el valor cuota de la serie respectiva correspondiente a la fecha de recepción de dicha solicitud o a la fecha en que se dé curso al rescate, si se trata de un rescate programado. Si la solicitud de rescate es presentada con posterioridad al cierre de operaciones, se utilizará el valor cuota de la serie respectiva del día siguiente al de la fecha de recepción. El valor cuota de la serie respectiva será calculado en la forma señalada en el inciso primero del artículo 10° del DS de HDA. N°129 de 2014. Para efectos del rescate de cuotas se considerará como hora de cierre de operaciones del fondo el horario bancario obligatorio. El reglamento interno del fondo no contempla una política de rescates por montos significativos.

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

Los aportantes, en forma individual, tienen una moderada incidencia en cuanto a la presión de liquidez del fondo, dado que la capacidad de retiro de cada uno es limitada, lo que acota este riesgo por partícipe. A mayo de 2017, el fondo contaba con 890 partícipes y el principal representaba un 8,61% del fondo (los diez principales representaron un 37,23%). A continuación se presenta la incidencia de los principales aportantes del fondo:

Cuadro 8: Importancia de los mayores aportantes del fondo

Peso relativo aportante	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	may-17
1°	20,29%	6,15%	19,32%	14,56%	8,61%
2°	13,65%	5,51%	3,64%	5,37%	8,20%
3°	13,63%	5,07%	3,61%	4,14%	4,11%
4°	9,71%	5,05%	2,84%	3,20%	3,17%
5°	8,24%	4,24%	2,34%	2,67%	2,78%
6°	6,32%	3,42%	2,34%	1,93%	2,73%
7°	5,31%	3,32%	2,26%	1,54%	2,44%
8°	5,13%	3,12%	2,05%	1,35%	1,90%
9°	3,78%	3,02%	2,00%	1,18%	1,76%
10°	2,80%	2,91%	1,91%	1,18%	1,54%
Total	88,86%	41,81%	42,32%	37,13%	37,23%

Valorización de las cuotas

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

De acuerdo a las disposiciones contenidas en la Circular N° 1997, toda la información de los estados financieros de los fondos mutuos debe hacerse en base a las normas internacionales de contabilidad (NIC, IAS según sus siglas en inglés) y Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF, IFRS en sus siglas en inglés) y sus correspondientes interpretaciones, en adelante IFRS, emitidas por el International Accounting Standards Board (IASB), lo que implica que toda valorización de los activos presentes en la cartera de los fondos mutuos debe seguir los criterios e interpretaciones de IFRS, además de las normas y circulares vigentes emitidas por la SVS.

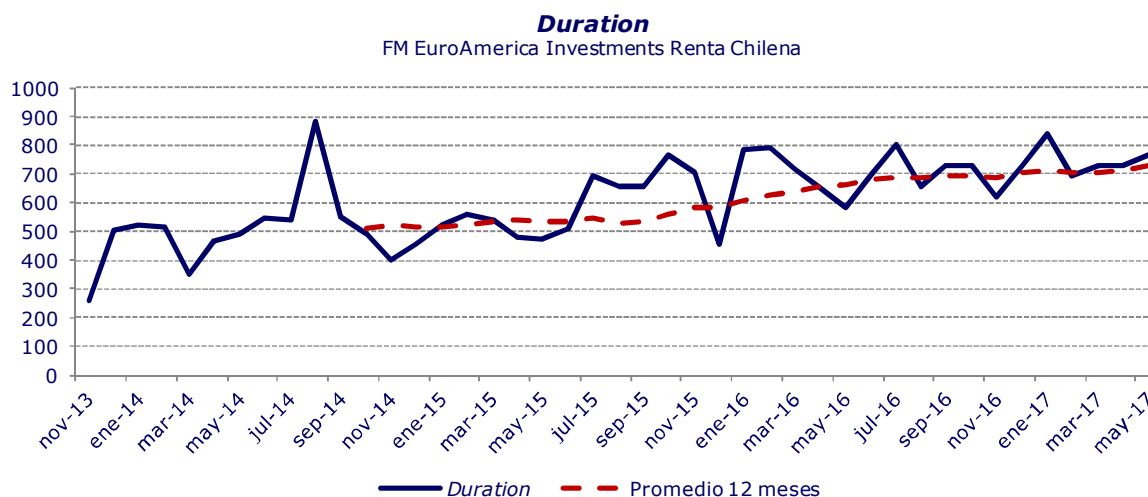
Según lo establecido en normativa vigente IFRS los activos financieros deben ser valorados a “valor razonable”, definido como la cantidad por la que puede ser intercambiado un activo o cancelado un pasivo entre un comprador y un vendedor interesados y debidamente informados, en condiciones de independencia mutua.

Para determinar la valorización y como lo dicta la Norma de Carácter General N° 376 de 2015 emitida por la SVS, la administradora debe contar con una fuente de información periódica de precios. Además, dicha periodicidad deberá guardar relación directa con el plazo de rescatabilidad de cada fondo en particular y la fuente de precios debe dar garantías respecto a su independencia y fiabilidad.

Hay que mencionar que en lo relativo a la valorización de instrumentos de renta fija de largo plazo, se utiliza *RiskAmerica*⁸, sistema 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. Con todo, se reconoce que la baja liquidez de algunos títulos de deuda afecta la representatividad de los precios y, por ende, la valorización de las cuotas.

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:



"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."

⁸ RiskAmerica, 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.

Anexo N°1

Monedas que pueden ser mantenidas por el fondo

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

Baht	Dinar Macedonio	Kuna Croata	Peso Mexicano
Balboa	Dirham de Emiratos Árabes	Lari Georgiano	Peso Uruguayo
Bolívar Venezolano	Dirham Marroquí	Lempira	Quetzal
Boliviano	Dólar Australiano	Leu	Rand Sudafricano
Colón Costarricense	Dólar Bahamas	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 de Danesa	Dólar de Nueva Zelanda	Lira Turca	Rupia Indonesia
Corona Eslovaca	Dólar de Singapur	Litas	Rupia Pakistaní
Corona Noruega	Dólar de Estados Unidos (b)	Marco Bosnioherzegovino	Shekel
Corona Sueca (a)	Dólar Hong Kong	Nuevo Dólar de Taiwán	Sol
Coronas de Islandia (a)	Dólar Jamaicano	Nuevo Dong	Unidad de Fomento (b)
Dinar de Jordania	Euro	Peso Argentino	Won
Dinar Libio	Forinto de Hungría	Peso Chileno (b)	Yen
Dinar Argeliano	Franco Suizo	Peso Colombiano	Zloty
Dinar de Bahrein	Grivna de Ucrania	Peso de Filipinas	
Dinar de Kuwait	Guaraní	Peso Dominicano	

El límite máximo de inversión en monedas que podrán ser mantenidas por el fondo y denominación de los instrumentos en que se efectúen las inversiones, es de 30% sobre el activo del fondo, con excepción de (a) que es de 20% y (b) que es de 100%.

En este fondo mutuo se podrán mantener como saldos disponibles las monedas antes indicadas en hasta un 30% 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.

Anexo N°2

Características y diversificación de las inversiones

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

Tipo de instrumentos	Límite mínimo %	Límite máximo %
INSTRUMENTOS DE DEUDA EMITIDOS POR EMISORES NACIONALES	70%	100%
1.- Instrumentos de deuda emitidos o garantizados por el Estado o el Banco Central de Chile.	0%	100%
2.- Instrumentos de deuda, emitidos o garantizados por bancos e instituciones financieras nacionales.	0%	100%
3.- 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%
4.- Instrumentos de deuda, inscritos en el Registro de Valores, emitidos por sociedades anónimas u otras entidades registradas en el mismo registro.	0%	20%
5.- Títulos de deuda, securitización inscritos en el Registro de Valores, que cumplan los requisitos establecidos por la SVS.	0%	20%
6.- Otros valores de deuda, de oferta pública, que autorice la SVS.	0%	20%
INSTRUMENTOS DE CAPITALIZACIÓN EMITIDOS POR EMISORES NACIONALES	0%	30%
7.- Cuotas de Fondos mutuos de los regulados por la Ley N° 20.712 de 2014.	0%	30%
OTROS INSTRUMENTOS E INVERSIONES FINANCIERAS	0%	30%
8.- Títulos extranjeros representativos de índices de deuda, entendiéndose por tales aquellos instrumentos financieros representativos de la participación en la propiedad de una cartera de deuda.	0%	30%

Diversificación de las inversiones:

- Límite máximo de inversión por emisor: 20% del activo total del fondo, excepto tratándose de la inversión en cuotas de fondos mutuos nacionales.
- Límite máximo de inversión en cuotas de un fondo mutuo nacional: 30% 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: 20% del activo del fondo.
- Límite máximo de inversión por grupo empresarial y sus personas relacionadas: 30% del activo total del fondo.
- Límite máximo de inversión en cuotas de fondos administrados por la administradora o por personas relacionadas: 10% del activo del fondo.
- Límite máximo de inversión en instrumentos emitidos o garantizados por personas relacionadas a la administradora.: 0% del activo del fondo.

Anexo N°3

Contrato de derivados

La administradora, por cuenta del fondo, podrá celebrar contratos de derivados, sujetándose en todo momento a las condiciones, características y requisitos establecidos a continuación:

Objetivo de los contratos de derivados

El objetivo de celebrar contratos de derivados corresponde a la cobertura de riesgos financieros y también como mecanismo de inversión.

Tipos de contrato

Los tipos de contratos que celebrará el fondo serán los de opciones, futuros, *forwards* y *swaps*.

Tipos de operación

El fondo podrá celebrar contratos de *forwards*, y futuros y *swaps*, actuando como comprador o como vendedor del respectivo activo objeto. Así también, podrá adquirir o lanzar contratos de opciones que involucren la compra o venta del respectivo activo objeto.

Activos objeto

Los activos objeto de los contratos de opciones, futuros, *forwards* y *swaps* serán:

- Instrumentos de deuda, monedas y en los cuales el fondo está autorizado a invertir;
- Tasas de interés e índices de tasas de interés, correspondientes a instrumentos de deuda en los cuales el fondo está autorizado a invertir;
- Índices de instrumentos de deuda, en los que al menos el 50% de la ponderación del índice esté representado por instrumentos de deuda en los que pueda invertir el fondo.

Adicionalmente, los contratos de opciones, futuros y *forwards* podrán tener como activo objeto a cuotas de fondos en los cuales el fondo está autorizado a invertir.

Mercados en que se efectuarán dichos contratos

Los contratos de opciones y futuros deberán celebrarse o transarse en mercados bursátiles ya sea dentro o fuera de Chile. Los contratos *forward* y *swaps* se realizarán fuera de los mercados bursátiles (en mercados OTC), dentro o fuera de Chile.

Contrapartes

Los contratos de derivados que celebre el fondo deberán tener como contrapartes a entidades sujetas a la supervisión de la Superintendencia de Valores y Seguros o a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, u otros organismos de similares competencias.

Límites de inversión en contratos de derivados

En la inversión de los recursos del fondo deberán observarse los siguientes límites máximos de inversión respecto de las distintas operaciones con instrumentos derivados.

Límites generales:

- La inversión total que se realice con los recursos del fondo, en la adquisición de opciones tanto de compra como de venta, medida en función del valor de las primas de las opciones, no podrá exceder el 5% del valor del activo del fondo.
- El total de los recursos del fondo comprometido en márgenes o garantías, producto de las operaciones en contratos de futuros, *forwards* y *swaps* que mantengan vigentes, más los márgenes enterados por el lanzamiento de opciones que se mantengan vigentes, no podrá exceder el 30% del activo del fondo.
- El valor de los activos comprometidos en el lanzamiento de opciones de venta no podrá exceder el 5% del valor del activo del fondo.

El valor de los activos comprometidos en el lanzamiento de opciones de compra no podrá exceder el 50% del valor del activo del fondo. No obstante lo anterior, sólo podrá comprometerse hasta un 20% de los activos del fondo, en el lanzamiento de opciones de compra sobre activos que no forman parte de su cartera contado.

Para estos efectos, se entenderá por valor de los activos comprometidos en el lanzamiento de opciones de compra o venta, a la sumatoria del valor de los precios de ejercicio de las opciones lanzadas por el fondo.

Límites específicos:

- La cantidad neta comprometida a vender de una determinada moneda en contratos de futuro, *forward* y *swap*, más la cantidad que se está obligado a vender por la emisión de opciones de compra, valorizadas considerando el valor de la moneda activo objeto, no podrá exceder del mayor valor entre el monto total de los activos del fondo expresados en esa moneda y 20% del valor de los activos del fondo.

La cantidad neta comprometida a comprar de una determinada moneda en contratos de futuro, *forward* y *swap*, más la cantidad que se está obligado a comprar por la emisión de opciones de venta, valorizadas considerando el valor de la moneda activo objeto, más la inversión en esa moneda en la cartera contado, no podrá exceder el monto autorizado a invertir en esa moneda.

- La cantidad neta comprometida a vender de instrumentos de deuda o tasas de interés, a través de contratos de futuro, *forward* y *swap*, más la cantidad que se está obligado a vender por el lanzamiento de opciones de compra, valorizadas considerando el valor del activo objeto, no podrá exceder el valor de las inversiones en instrumentos de deuda que posea el fondo.

La cantidad neta comprometida a comprar de instrumentos de deuda o tasas de interés, a través de contratos de futuro, *forward* y *swap*, más la cantidad que se está obligado a comprar por el lanzamiento de opciones de venta, valorizadas considerando el valor del activo objeto, no podrá exceder el valor del activo del fondo.

- La cantidad neta comprometida a vender de un determinado índice, a través de contratos de futuro, *forward* y *swap*, más la cantidad que se está obligado a vender por el lanzamiento de opciones de compra, valorizadas considerando el valor del índice, no podrá exceder el monto efectivamente invertido por el fondo en el tipo de instrumentos componentes de ese índice.

La cantidad neta comprometida a comprar de un determinado índice a través de contratos de futuro, *forward* y *swap*, más la cantidad que se está obligado a comprar por la emisión de opciones de venta, valorizadas considerando el valor del índice, no podrá exceder el 20% del activo del fondo.

- La cantidad neta comprometida a vender de una determinada cuota de fondos, a través de contratos de futuro, *forward* y *swap*, más la cantidad que se está obligado a vender por el lanzamiento de opciones de compra, no podrá exceder el número de unidades de esa cuota mantenido por el fondo en cartera.

La cantidad neta comprometida a comprar de cuotas emitidas por un mismo fondo, a través de contratos de futuro, *forward* y *swap*, más la cantidad que se está obligado a comprar por el lanzamiento de opciones de venta, más la cantidad de esas cuotas mantenidas en la cartera contado, valorizadas al precio que el fondo utiliza para valorizar su cartera contado, no podrá exceder el límite máximo dispuesto en el artículo 59 de la Ley N°20.712.

Para efectos de lo anterior se entenderá por,

- Cantidad neta comprometida a vender en contratos de futuro, *forward* y *swap*: la diferencia positiva que resulta de restar a la cantidad del activo objeto vendido en futuros, *forwards* y *swaps*, la cantidad del mismo activo comprado en esos contratos. El neto anterior será realizado para los contratos cuyas fechas de vencimiento se encuentren dentro del mismo mes y año calendario y posean el mismo activo objeto.
- Cantidad neta comprometida a comprar en contratos de futuro, *forward* y *swap*: la diferencia positiva que resulta de restar a la cantidad del activo objeto comprado en futuros, *forwards* y *swaps*, la cantidad del mismo activo vendido en esos contratos. El neto anterior será realizado para los contratos cuyas fechas de vencimiento se encuentren dentro del mismo mes y año calendario y posean el mismo activo objeto.
- Valor del activo objeto: corresponde al valor que el fondo deba utilizar para valorizar las inversiones en su cartera contado del respectivo activo objeto (moneda, instrumento de deuda, tasa de interés o índice, según fuere el caso).

Este fondo tiene previsto operar con instrumentos financieros derivados, con la finalidad de cobertura y como inversión. Estos instrumentos implican riesgos adicionales a los de las inversiones de contado por el apalancamiento que conllevan, lo que les hace especialmente sensibles a las variaciones de precio del activo subyacente y puede multiplicar las pérdidas y ganancias de valor de la cartera.