



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista

Hernán Jiménez Aguayo

Tel. (56) 22433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

Fondo Mutuo

EuroAmerica Money Market

Octubre 2014

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

Categoría de riesgo y contacto	
Tipo de Instrumento	Categoría
Clasificación cuota	AA-fm
Riesgo de mercado	M1
Tendencia	Desfavorable ¹
Estados Financieros	31 de diciembre de 2013 ²
Administradora	EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

El **Fondo Mutuo EuroAmerica Money Market** (en adelante **FM EuroAmerica Money Market**) comenzó sus operaciones en septiembre de 2006 y es administrado por **EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A.** (en adelante EuroAmerica AGF), sociedad que forma parte del Grupo EuroAmerica, *holding* financiero de reconocido prestigio, con más de cien años en el mercado nacional. El grupo se divide en compañía de seguros de vida, corredora de bolsa, corredora de bolsa de productos, administradora general de fondos y servicios financieros.

El cambio de tendencia desde “Estable” a “Desfavorable” se debe a un aumento en la exposición de emisores clasificados en “Categoría BBB” en desmedro de aquellos clasificados en “Categoría AA-” o superiores. Lo anterior incide en un aumento de la pérdida esperada del fondo que de no revertirse conllevaría a una reducción en la clasificación asignada a las cuotas.

El objetivo primario del fondo mutuo, de acuerdo con lo establecido en su reglamento interno, es ser una alternativa de ahorro y liquidez a través de la inversión en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo nacional, con el objetivo de mantener un portfolio diversificado y un adecuado nivel de liquidez. La inversión tendrá una duración máxima de 90 días.

Entre las fortalezas del **FM EuroAmerica Money Market** que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo de sus cuotas en “Categoría AA- fm”, destacan las características propias de su cartera de inversiones, orientada, según antecedentes históricos, a instrumentos de bajo o acotado riesgo crediticio y baja exposición cambiaria, ya que usualmente todos sus instrumentos son en pesos, y de emisores nacionales.

¹ Tendencia anterior: Estable.

² Corresponde a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la SVS al cierre de agosto de 2014 (cartera de inversiones y valores cuota, entre otros).

En la clasificación de las cuotas se incorpora como uno de los factores positivos a la administración de EuroAmerica AGF que, en opinión de **Humphreys**, posee una alta capacidad para gestionar fondos, permitiendo presumir una baja probabilidad de un deterioro significativo en el nivel de riesgo actual de las cuotas.

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

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, podría presentar variaciones significativas 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 calificados en grado de inversión y las restricciones que se impone la sociedad administradora en la evaluación del riesgo de contraparte. Si bien existe amplitud de definición en cuanto a la calificación de los emisores en el reglamento interno, hay que destacar que esta situación es transversal a la industria de fondos mutuos en Chile.

Por su parte, el riesgo de mercado corresponde a *M1*, ya que el fondo consistentemente ha presentado una baja exposición de mercado en el tiempo, tanto de tasa interés como de moneda. Esto se relaciona con una cartera expresada principalmente en pesos (97,9% como promedio en lo que va de 2014), moneda funcional del fondo, y de corto plazo.

El fondo ha sobrepasado los límites por emisor que le impone su reglamento en pocas ocasiones, y dichos excesos han sido pasivos (debido a disminuciones en el patrimonio administrado), solucionándose a la brevedad y dentro de los plazos establecidos en la ley. Asimismo, el reglamento del fondo se considera amplio en relación con los activos elegibles. Sin embargo, está dentro del estándar del mercado y en la práctica la cartera de inversión se ha gestionado dentro de parámetros definidos.

En lo que va de este año, el plazo promedio de duración de la cartera ha sido de 72 días aproximadamente, cumpliendo con la duración máxima de la cartera de inversiones del fondo, fijada en 90 días según la política de inversiones.

Para la mantención de la clasificación se hace 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

- Reducido riesgo crediticio de cartera de inversiones.
- Elevada liquidez de los activos y las cuotas del fondo (considerando que una serie tiene asociado costos por retiro en el corto plazo).

Fortalezas complementarias

- Adecuada capacidad fiduciaria.
- Baja volatilidad ante variables de mercado.
- Adecuado manejo de conflicto de interés.
- Valorización representativa del valor de mercado.

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 de categorías de riesgo

Categoría AA

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

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

Categoría M1

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

Antecedentes generales

Administración del fondo

El Fondo Mutuo **EuroAmerica Money Market** 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, corredora de bolsa de productos, administradora general de fondos y servicios financieros.

Según información otorgada por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), al 31 de agosto de 2014 la sociedad administraba 28 fondos mutuos y dos fondos de inversión. El patrimonio total de fondos mutuos administrados ascendió aproximadamente a US\$ 791 millones, cifra que le otorga una participación de mercado en torno al 1,9%. En términos de montos, las principales concentraciones la constituyen los fondos de libre inversión (tipo VI) con un 50,2% a agosto de 2014.

Al mismo período, los fondos de deuda menor a 90 días (tipo I) representaban el 6,8% del total administrado por la AGF. Entre los fondos tipo I, EuroAmerica AGF mostraba una participación del 0,4% del mercado *money market*.

La **Tabla 1** presenta la distribución por tipo de fondos mutuos administrados por la sociedad.

Tabla 1: Distribución de fondos administrados

Distribución por tipo de fondos	
Deuda corto plazo menor a 90 días	6,8%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	10,7%
Mediano y largo plazo	16,9%
Mixto	1,0%
Capitalización	6,6%
Libre inversión	50,2%
Estructurados	0,0%
Inversionistas calificados	7,8%

Visión de negocio

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

Estructura organizacional

El directorio de la sociedad, presidido por el Sr. Nicholas Davis, está compuesto por cinco miembros, que sesionan mensualmente (dejando formalizado en actas las resoluciones acordadas en las juntas directivas). Sobre ellos recae la responsabilidad de definir las distintas estrategias que seguirá la sociedad administradora, así como velar por su correcto desempeño. Asimismo, esta instancia es la encargada de supervisar la adecuada materialización de las diferentes políticas y estrategias definidas para cada uno de los fondos administrados.

Tabla 2: Directorio y gerencia general EuroAmerica AGF

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

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

En cuanto a su estructura administrativa, la gerencia general de la sociedad recae sobre el Sr. Sergio Rosenberg Aratangy, cuyo objetivo principal es supervisar y controlar el normal desempeño de las funciones que realizan las distintas áreas que conforman la sociedad administradora y que, en definitiva, sustentan la gestión de los fondos.

La organización de EuroAmerica AGF se cruza con la estructura del grupo, siendo apoyada por las distintas áreas funcionales de ésta, lo que le permite beneficiarse de la escala global del *holding*.

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

La **Ilustración 1** presenta el organigrama correspondiente a EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A.

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

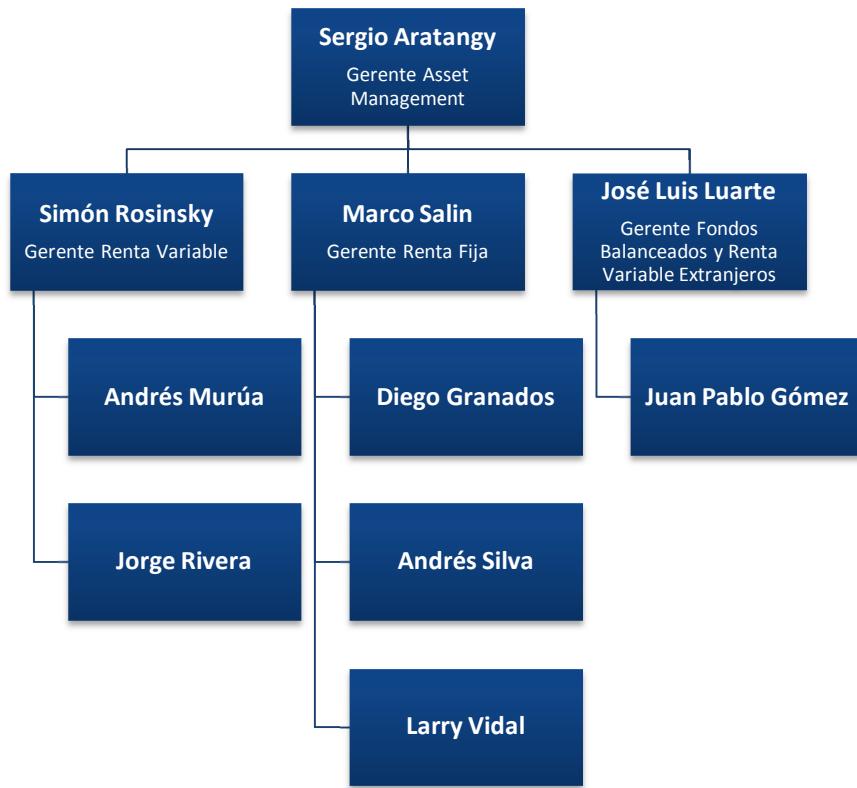


Ilustración 1: Organigrama EuroAmerica AGF

Fondos y cuotas del fondo



Objetivos y política de inversión del fondo

Según se establece en el reglamento interno, el objetivo del fondo es ser una alternativa de ahorro y liquidez a través de la inversión en instrumentos tanto de deuda de corto plazo nacional como en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo nacional, con el objetivo de mantener un portfolio diversificado y un adecuado nivel de liquidez.

El fondo está orientado a personas naturales, jurídicas y/o comunidades que tengan un horizonte de inversión de corto plazo que busquen rentabilidades esperadas propias de los mercados nacionales de deuda. El riesgo que asumen los inversionistas está en directa relación con la duración del fondo y la composición de su cartera.

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

- Invertir en instrumentos de deuda corto, mediano y largo plazo del mercado nacional, con una duración máxima de la cartera de 90 días.
- Invertir en instrumentos cuya clasificación de riesgo equivalga a "Categoría B", "N-4", o superiores.

- Un límite máximo de inversión por emisor de 10% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión en títulos de deuda de securitización de 25% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión por grupo empresarial y sus personas relacionadas de 25% del activo del fondo.

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.

Más allá de la flexibilidad que permite el reglamento interno, en los hechos los recursos del fondo se han destinado a instrumentos bancarios, nacionales, en pesos, de corto plazo y de emisores de bajo nivel de riesgo como deudores.

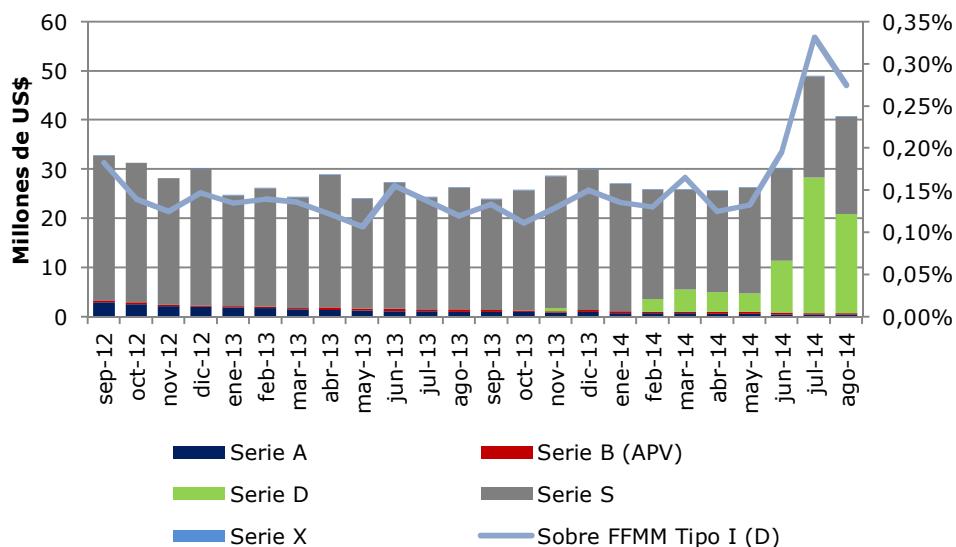
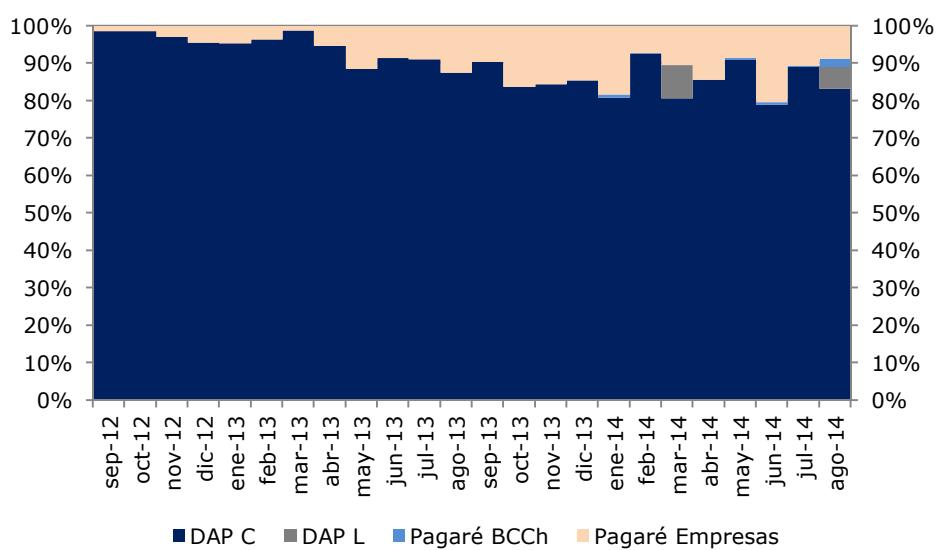
Composición del fondo

El **FM Euroamerica Money Market** ha emitido cinco series de cuotas, que se describen a continuación:

- **Serie A:** Para ahorro de todo tipo de inversionista con horizonte de corto plazo.
- **Serie B:** Para ahorro previsional voluntario.
- **Serie D:** Para ahorro de todo tipo de inversionista por montos iguales o superiores a \$ 500 millones.
- **Serie S:** Para ahorro de todo tipo de inversionista.
- **Serie X:** Para ahorro de todo tipo de inversionista con horizonte de largo plazo.

Al 31 de agosto de 2014, el fondo presenta un tamaño aproximado de US\$ 40,7 millones (US\$ 29,9 millones como promedio de los últimos doce meses), habiendo aumentado en los últimos meses debido a una mayor participación de la serie D, la que comenzó a recibir aportes a principios de 2014. La **Ilustración 2** presenta la evolución del patrimonio del fondo medido en dólares.

La participación del **FM Euroamerica Money Market** dentro de su mercado es reducida, siendo de 0,17% promedio en los últimos doce meses. Sin embargo, ha aumentado con respecto a la medición realizada hace un año atrás. Su relevancia dentro de los fondos mutuos administrados por la AGF ha mostrado una estabilidad sobre el 4,0%, promediando 4,4% en el mismo periodo. En términos de activos, el fondo está orientado principalmente a depósitos a plazos de corta duración de bancos locales, mientras que durante el último período ha aumentado la participación de los efectos de comercio. La **Ilustración 3** presenta el comportamiento de las inversiones mientras que la **Tabla 3** entrega un corte al mismo mes en diversos años.


Ilustración 2: Evolución patrimonio

Ilustración 3: Tipo de instrumentos invertidos
Tabla 3: Composición cartera

Instrumento	ago-11	ago-12	ago-13	ago-14
Depósitos a plazo corto plazo (DAP C)	90,7%	99,2%	87,5%	83,1%
Depósitos a plazo largo plazo (DAP L)	0,0%	0,0%	0,0%	5,8%
Pagaré del Banco Central de Chile	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%
Pagaré de empresas	9,3%	0,8%	12,5%	8,8%

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 inversión, cada fondo tiene definida una política interna –explicitada en los manuales “Políticas de Cartera de Inversiones” y “Políticas de Riesgo Financiero e Información a los Emisores”, así como en su reglamento interno- en base al 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 los cuales están dirigidos por el gerente de renta fija y conformados por los respectivos *portafolio managers*, además de los analistas del área. Los comités se encuentran segmentados según objetivo, teniendo un comité estratégico (visión *top-down*), dos comités sectoriales (visión *bottom-up*) y un comité de análisis de exposición/posición, que en la práctica es la instancia formal para analizar el control de gestión y el riesgo del portfolio. Para el caso específico de **FM EuroAmerica Experto** las principales variables que se definen en el comité son el *duration* de la cartera y los límites máximos de exposición por clasificación de riesgo de los emisores.

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

Manejo de los conflictos de interés

Para efectos del tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora, EuroAmerica AGF cuenta con el “Manual de Manejo de Información de Interés de Mercado”, vigente desde marzo de 2010, en el cual se establecen los criterios generales y específicos para su manejo.

Dentro de este contexto, EuroAmerica AGF norma las actividades de sus empleados al momento de realizar cualquier inversión a través de la administradora, quienes además se encuentran en constante fiscalización para asegurar que esto se cumpla.

En paralelo, el manual proporciona un marco de acción adecuado para la toma de decisión cuando existen objetivos similares entre distintos fondos; asimismo, entrega las herramientas para garantizar un trato

igualitario a los partícipes, independiente de su fondo y, por último, da a conocer los mecanismos existentes para controlar, evitar y solucionar un eventual conflicto de interés, definiendo claramente el rol y responsabilidad de cada involucrado ante una eventual situación irregular.

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

En opinión de **Humphreys**, el manejo de los conflictos de interés está muy bien acotado por el manual del mismo nombre, especificando de manera clara y precisa, pero con la flexibilidad necesaria, los eventuales conflictos que pudiesen suscitarse en la operación de los fondos. Además, se establecen los procedimientos pertinentes para asegurar la no ocurrencia de los mismos y en el caso que llegasen a existir, proveer las pautas para la solución de los mismos.

Remuneración y comisiones

La remuneración por los servicios se aplica al monto que resulta de deducir al valor neto diario del fondo antes de remuneración, los aportes revividos previo al cierre de operaciones del fondo y de agregar los rescates que corresponda liquidar en el día, esto es, aquellos rescates solicitados antes de dicho cierre. Con respecto a otros cobros, sólo la serie X establece un pago de comisión por rescate de cuotas, en función de la permanencia en la misma. La remuneración para las distintas series se presenta en la **Tabla 4**.

Tabla 4: Remuneración y comisión de las series

Serie	Remuneración* (máx. anual)	Comisión*
A	1,000%	No contempla
B	1,261%**	No contempla
D	0,952%	No contempla
S	1,000%	No contempla
X	0,980%	0-365 días 2,975% 366-540 días 2,380% 541 o más días 0,000%

* IVA incluido

** Serie exenta de IVA

Según el cierre del ejercicio de 2013, la AGF había recaudado US\$ 0,25 millones por concepto de remuneración del fondo, mientras que al término de agosto del presente año sumaba US\$ 0,32 millones.

Política de endeudamiento³

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

Comportamiento del fondo y las cuotas

Rentabilidad y riesgo

En términos comparativos y considerando el efecto de las remuneraciones, en los últimos dos años la rentabilidad de sus series ha evolucionado de forma muy similar a la Tasa Interbancario Promedio (TIP) de entre 30 y 89 días⁴, aunque con una rentabilidad inferior a ella hasta septiembre de 2013. En la práctica, la rentabilidad promedio mensual entre enero y agosto de 2014 reafirma el objetivo planteado, alcanzando rentabilidades (anualizadas) de 4,66%, 4,83%, 4,34%, 4,69% y 4,68% para las series A, B, D, S y X respectivamente, mientras que la TIP promedió 4,02% para ese mismo período. La **Ilustración 4** presenta la evolución de la rentabilidad nominal anualizada de las series del fondo, junto con el rendimiento de la TIP y el mercado tipo I definido anteriormente.

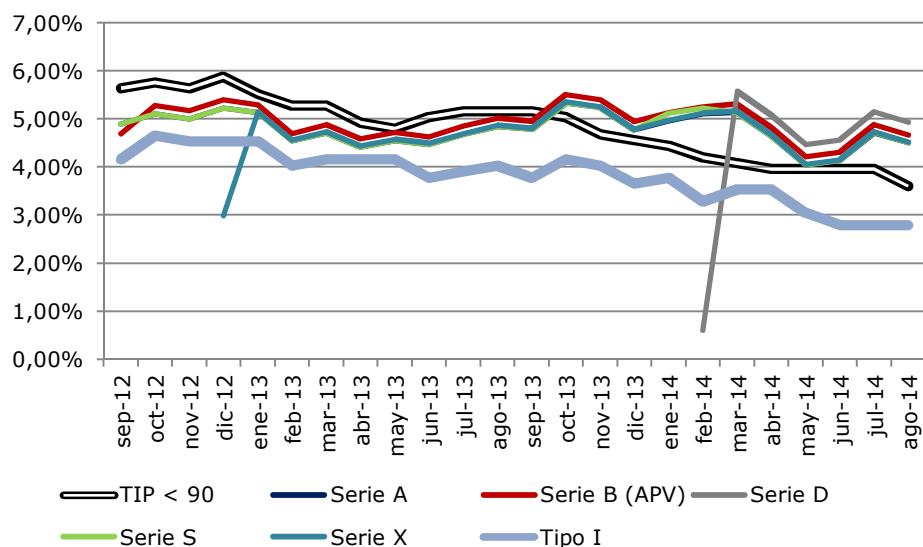


Ilustración 4: Rentabilidad nominal (anualizada)

A continuación, en la **Tabla 5** se muestra un análisis de rentabilidad riesgo para el fondo en relación a la TIP y los fondos tipo I, en pesos, de la industria.

³ El reglamento interno no especifica los límites a los gravámenes que está sujeto el fondo.

⁴ Benchmark definido para fondos mutuos *money market* en pesos.

Tabla 5: Análisis de rentabilidad FM EuroAmerica Money Market

Datos en base mensual	Serie A	Serie B (APV)	Serie D	Serie S	Serie X	Tipo I	TIP < 90
Agosto	0,37%	0,38%	0,40%	0,37%	0,37%	0,30%	0,23%
Julio	0,38%	0,40%	0,42%	0,38%	0,39%	0,32%	0,23%
Últimos seis meses	1,11%	1,16%	1,22%	1,11%	1,12%	0,97%	0,76%
Últimos 12 meses	0,39%	0,40%	0,23%	0,39%	0,39%	0,35%	0,28%
YTD	1,02%	1,05%	0,83%	1,02%	1,02%	0,88%	0,70%
Desv. Std. (24m)	0,03%	0,03%	0,13%	0,03%	0,07%	0,05%	0,05%
Promedio (24m)	0,39%	0,40%	0,34%	0,39%	0,37%	0,31%	0,39%
C. Variación (24m)	0,07	0,07	0,39	0,07	0,18	0,14	0,14

Datos en base anual	Serie A	Serie B (APV)	Serie D	Serie S	Serie X	Tipo I	TIP < 90
Agosto	4,50%	4,67%	4,94%	4,50%	4,53%	3,60%	2,80%
Julio	4,72%	4,89%	5,15%	4,72%	4,74%	3,96%	2,80%
Últimos seis meses	4,53%	4,70%	4,96%	4,53%	4,55%	3,92%	3,08%
Últimos 12 meses	4,78%	4,95%	2,76%	4,81%	4,80%	4,30%	3,43%
YTD	12,91%	13,39%	10,39%	13,01%	12,96%	11,08%	8,75%

La Serie D comenzó a recibir aportes a mediados de noviembre de 2013, por lo que se considera la rentabilidad a partir de esa fecha

La conclusión que se desprende del análisis anterior es que en los últimos 12 meses, el **FM EuroAmerica Money Market** presenta un desempeño superior a la industria y al *benchmark*, la cual puede provenir por parte de la mayor participación en pagarés de empresas. Este movimiento dentro del fondo ha significado una mayor volatilidad medida como desviación estándar de la rentabilidad, la cual ha aumentado para la mayoría de las series mientras que la del *benchmark* se ha reducido. Lo anterior podría significar que el fondo estaría tomando más riesgos que los históricamente mostrados.

Volatilidad del fondo (riesgo del portafolio)

Dado que la estructura del portafolio de inversiones del fondo mutuo **EuroAmerica Money Market** se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría AA-" o superior (a agosto de 2014 alcanzaban una concentración de 60,8%), y que la mayor parte de sus inversiones presentan niveles de riesgo superiores o iguales a N-1, es posible presumir que su cartera presenta un riesgo por *default* que puede considerarse reducido. Debido a lo anterior, 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. Es importante mencionar que dentro de la cartera del año 2014 se ha apreciado una mayor participación de emisores con clasificación "Categoría BBB+" mientras que los emisores con "Categoría AA-" o mayor se ha reducido promediando un 58,4% en los últimos doce meses.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo a la fecha del análisis, tendría una pérdida esperada del orden del 0,00611% (en un horizonte de un año), fluctuando entre 0,01073% y 0,00404% durante 2014, mientras que para los últimos doce meses la pérdida esperada promedio fue de 0,00546% (se debe tener presente que la duración de la cartera es inferior a un año). Durante mayo de 2012 y septiembre de 2013 este indicador se mantuvo estable alrededor de 0,00300%. Sin embargo, a fines de 2013 el indicador aumentó alcanzando a marzo de 2014 el máximo anteriormente indicado. La **Ilustración 5** muestra la evolución que ha experimentado la pérdida esperada de la cartera del **FM EuroAmerica Money Market**.

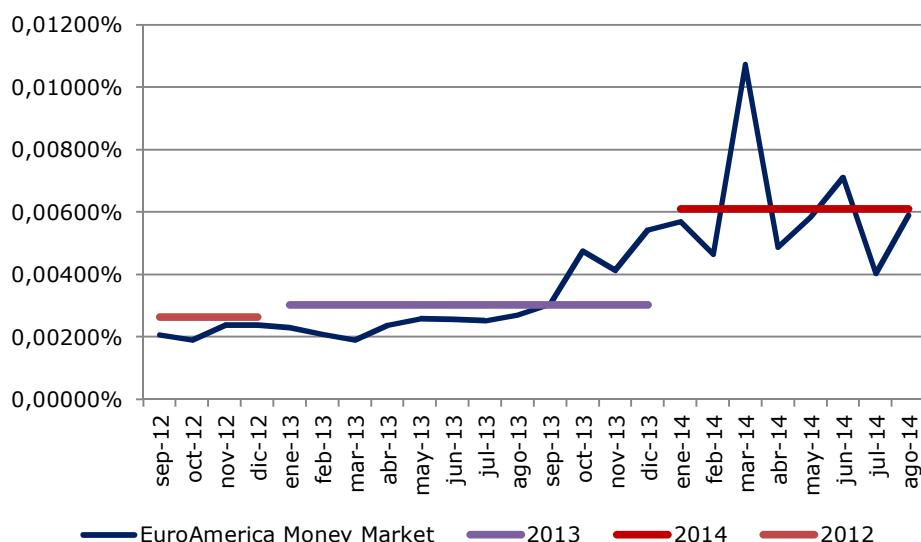


Ilustración 5: Pérdida esperada

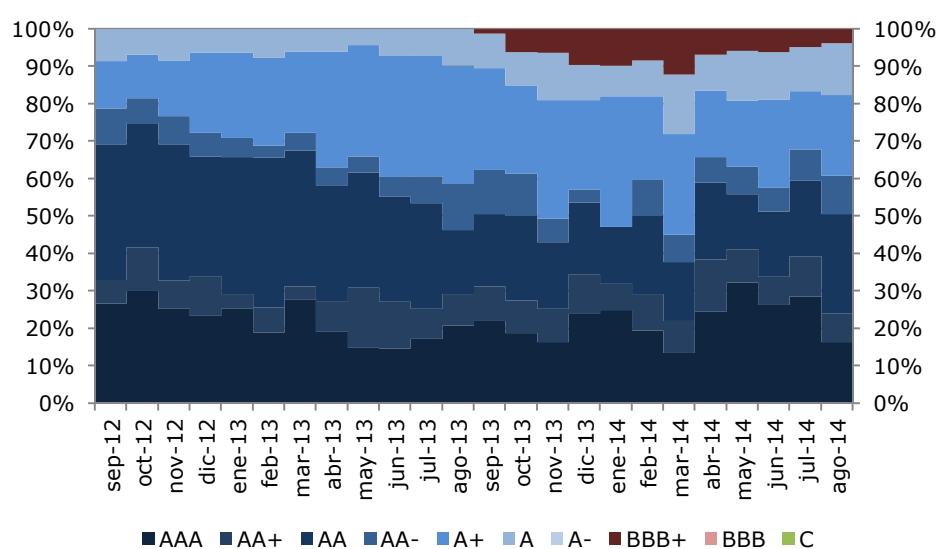


Ilustración 6: Clasificación de riesgo de los emisores

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

Por otro lado, y sin desmedro de lo expuesto anteriormente, 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 74 días para lo que va del año), y en títulos en pesos principalmente a tasa fija de emisores nacionales. A agosto de 2014 se observó una participación de 10,2% en títulos expresados en UF dentro de la cartera de inversión. En consecuencia, se tiene una baja sensibilidad ante cambios en la tasa de interés y/o en la variación de precios (inflación).

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 Nº 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.

En lo referente a la concentración por emisor establecida en el reglamento interno (no más de 10% del activo), el fondo ha incumplido con lo establecido; sin embargo, esta situación ha sido de carácter pasivo, debido, aunque no necesariamente justificable, a la actual condición del mercado en la que las alternativas de inversión se encuentran bastante restringidas y, por lo mismo, este es un factor transversal a la industria de fondos mutuos.

Tabla 6: Mayores emisores del fondo

Emisor	Clasificación	2011	2012	2013	ago-14
Scotiabank	AAA		8,4%	8,5%	11,5%
Consorcio	A+	9,2%	9,8%	8,1%	10,8%
Banco Bice	AA				10,7%
Banco Penta	A				10,5%
Internacional	A		8,4%	6,9%	8,5%
Corpbanca	AA-	8,3%	9,2%	9,2%	8,2%
BBVA	AA-	8,2%	6,9%	8,9%	7,0%
Tanner Servicios Financieros S.A.	A	7,3%			6,0%
Sub total		33,0%	42,8%	41,7%	73,2%
Ocho mayores emisores		66,8%	65,2%	67,6%	73,2%

La cartera de inversión está casi totalmente compuesta por depósitos nominales de bancos nacionales (87,1% promedio en lo que va del 2014). Tal como se puede observar en la **Tabla 6**, a agosto de 2014, los ocho mayores emisores del fondo concentraron el 73,2% de las inversiones.

Liquidez de la cuota

El reglamento interno del fondo establece que "cualquier partícipe tiene derecho, en cualquier tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo. Sin perjuicio de lo anterior, el partícipe podrá programar rescates, caso en el que ejercerá su derecho en una fecha determinada, distinta a la fecha de presentación de la solicitud de rescate correspondiente, la cual deberá constar expresamente en la solicitud". El pago de los rescates se hace dentro de un plazo no mayor a un día hábil bancario, contado desde la fecha de presentación de la solicitud pertinente. Además de lo anterior, el reglamento interno señala con claridad los procedimientos de rescate, lo cual sumado a las restricciones adicionales de liquidez autoimpuestas por la AGF, otorga un soporte a la disponibilidad de recursos.

En lo que va del año se ha logrado un equilibrio entre el número de cuotas rescatadas y el número de cuotas aportadas, registrando en contadas ocasiones retires superiores al 10% del patrimonio del fondo.

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.

Tabla 7: Importancia de los mayores aportantes en el fondo

Peso relativo aportante	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	ago-14
1°	21,65%	7,91%	14,52%	8,92%	16,72%
2°	5,10%	5,45%	5,27%	6,26%	15,25%
3°	3,06%	3,25%	3,70%	5,40%	11,80%
4°	2,29%	2,97%	2,35%	3,19%	5,29%
5°	2,17%	2,37%	2,12%	3,19%	2,55%
6°	2,09%	1,88%	2,03%	3,06%	2,53%
7°	1,89%	1,69%	1,66%	2,91%	2,35%
8°	1,82%	1,64%	1,61%	2,63%	2,31%
9°	1,70%	1,64%	1,49%	2,05%	1,84%
10°	1,59%	1,63%	1,48%	1,91%	1,73%
Total	43,36%	30,43%	36,23%	39,52%	62,37%

La capacidad de retiro de cada uno de los aportantes, salvo por lo de mayor importancia relativa, no es muy elevada⁵. A agosto de 2014, el fondo contaba con más de 1.100 partícipes. A la fecha, el principal aportante del fondo representaba un 16,7% del patrimonio, mientras que los cinco principales registran un poco más de la mitad de éste.

Las cuotas del fondo presentan una elevada liquidez, toda vez que pueden ser rescatadas en cualquier momento. Sin embargo, a la serie X se le cobra una comisión por rescates si es antes de los 540 días de permanencia. En contraposición tiene una remuneración más reducida en relación con las restantes series. Esta diferencia no es vista negativa por la clasificadora ya que los partícipes tienen alternativas de elección.

Liquidez del fondo

La política de desinversión del fondo descansa sobre todo en el hecho de que la cartera de inversiones es de corto plazo (100% de la cartera presenta un plazo de inversión inferior a un año), reduciendo así el riesgo de salida de sus inversiones.

En la práctica, el portafolio tiene un *duration* bastante inferior a 90 días (promedio de 74,6 días durante los últimos doce meses) y concentra su respaldo (activos del fondo) en papeles que presentan mercado secundario formal con buena liquidez.

Durante los últimos 24 meses, el máximo retiro ascendió a US\$ 12,8 millones, lo que equivale al 49,7% del valor del fondo a esa fecha.

Valorización de las cuotas

Según la circular N° 1.579 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.

⁵ La naturaleza de los fondos *money market*, de realizar constantes aportes y rescates de cuotas, inciden en que a una fecha dada, algunos partícipes tengan una alta participación dentro del total de activos del fondo.

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

Las desviaciones superiores entre el valor de la cartera (valorizada a TIR de compra) y su valoración a tasa de mercado, se ajustarán de la siguiente forma. Si las desviaciones son superiores a 0,1%, los instrumentos componentes de la cartera se ajustarán a precio de mercado; si la desviación de un instrumento nominal es superior a 0,6%, dicho instrumento se ajustará a valor de mercado.

- b) 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 el caso de EuroAmerica AGF, las sensibilidades calculadas corresponden a una variación de 50 y 100 puntos base en la tasa de interés para los emisores financieros y no financieros respectivamente. Con todo, las desviaciones mayores a 0,5% en el valor de la cartera, son informadas a la gerencia general de la compañía, con el fin de realizar los ajustes correspondientes para que estas desviaciones se reduzcan.

- c) Proporcionar 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 corresponda, 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 considerar la metodología utilizada y la fuente de precios de mercado aplicada.

Según los estados financieros al cierre de 2013, el fondo proporciona la información indicada en el punto c) mencionado anteriormente. Además, indica que se utilizará la tasa del modelo de valorización en caso de que existan diferencias entre el modelo y la TIR de compra, mencionando además los criterios que se emplearían en el caso que el modelo no otorgue tasas para determinados instrumentos incluidos en la cartera. 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 agosto de 2014, 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.

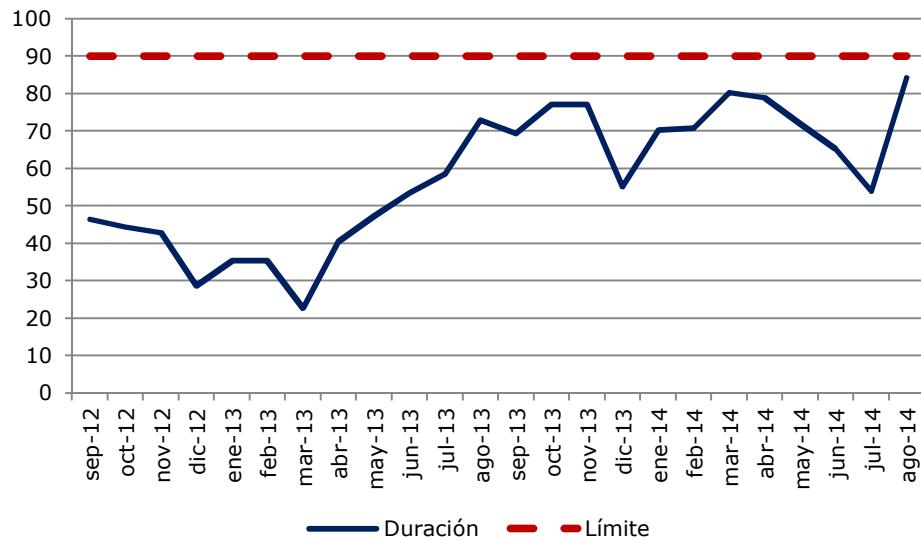


Ilustración 7: Duration de la cartera

"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."