



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Hernán Jiménez A.
Tel. (56) 22433 5200
hernan.jimenez@humphreys.cl

Fondo Mutuo Liquidez Full

Mayo 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

| Categoría de riesgo | |
|---------------------|--|
| Tipo de instrumento | Categoría |
| Clasificación cuota | AA+fm |
| Riesgo de mercado | M1 |
| Tendencia | Estable |
| Estados financieros | Diciembre 2015 |
| Administradora | Banchile Administradora General de Fondos S.A. |

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Fondo Mutuo Liquidez Full (FM Liquidez Full) comenzó sus operaciones en marzo de 2007, corresponde a un fondo tipo 1 y es administrado por Banchile Administradora General de Fondos S.A. (en adelante Banchile AGF), sociedad filiar del Banco de Chile, entidad bancaria clasificada en categoría "AAA" a escala local.

Según se establece en su reglamento interno, el objetivo principal del fondo es la inversión de deuda de corto plazo cuya cartera esté compuesta por instrumentos de deuda emitidos por las principales instituciones que participan en el mercado de capitales nacional. A marzo de 2016 el patrimonio administrado por el fondo ascendía a US\$ 155,9 millones.

Entre las fortalezas del **FM Liquidez Full** que permiten sustentar la clasificación de riesgo de sus cuotas en "*Categoría AA+fm*", destacan las características propias de su carteta de inversión orientadas, según antecedentes históricos, a instrumentos de bajo riesgo crediticio, desempeño en línea con el objetivo de inversión, y reducida exposición cambiaria, ya que usualmente todos los instrumentos provienen de emisores nacionales, ya sea en unidades de fomento (UF) o en pesos, pero con una mayor presencia del último. De acuerdo a la metodología de la clasificadora, durante los últimos 24 meses, el fondo ha presentado una pérdida esperada estable en torno al 0,000476%, dando cuenta del bajo riesgo crediticio que ha tomado la cartera.

En paralelo, la clasificación de las cuotas se ve favorecida por la administración de Banchile AGF, entidad que, en opinión de **Humphreys**, posee una muy alta capacidad de gestión para administrar fondos, lo que junto con los procedimientos existentes para evitar y resolver eventuales conflictos de interés, permiten presumir una baja probabilidad de un deterioro significativo en el nivel de riesgo actual de las cuotas.

La evaluación reconoce, además, que la valorización de las cuotas es representativa de su precio de mercado, estando normado las necesidades de ajuste ante variaciones en tasa de interés de mercado. Adicionalmente, y de manera transversal, a los fondos de este tipo se valora la liquidez de los activos subyacentes correspondientes principalmente a depósitos de corto plazo (89% del portafolio a marzo de 2016).

Sin perjuicio de las fortalezas aludidas, la clasificación de riesgo se encuentra acotada por el hecho de que la composición de la cartera de inversión, según los límites establecidos en el reglamento interno del fondo, podría presentar variaciones significativas en cuanto al riesgo crediticio de los emisores, ya que la cota inferior de clasificación de largo plazo es de instrumentos clasificados en “*BBB*” o superiores a éstas, lo cual podría generar un deterioro en el riesgo de las cuotas.

Otro elemento restrictivo, dice relación con la concentración sectorial, aunque se reconoce que es propio de este tipo de fondos. En el lapso de análisis, el fondo concentró gran parte de su cartera en el sector financiero (bancos e instituciones financieras).

Por su parte, el riesgo de mercado asignado corresponde a M1, ya que el fondo consistentemente ha presentado una baja exposición de mercado, tanto de tasa de interés como de moneda. Esto se relaciona con una cartera expresada principalmente en pesos (99% promedio para los últimos 24 meses), y con un *duration* que promedió 65 días, acotando de esta manera la posibilidad a que el valor de la cuota se vea afectado por volatilidad de corto plazo.

En materia de cumplimientos, el fondo ha respetado lo establecido respecto a la cota mínima de clasificación de riesgo que deben tener los emisores para formar parte de la cartera, además del límite de inversión por grupo empresarial y el *pool* de instrumentos a mantener. Si bien es cierto, durante el periodo analizado, el fondo incumple el margen máximo por emisor, el cual corresponde a excesos de carácter pasivo (producto de un aumento de la importancia relativa de una inversión ante una disminución del patrimonio administrado) y se ha solucionado dentro de los plazos establecidos en la ley. Por su parte, la duración promedio de la cartera se ha mantenido dentro de los plazos definidos por el reglamento, promediando 65 días en los últimos 24 meses.

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

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

Resumen Fundamentos Clasificación (no considera riesgo de mercado)

Fortalezas centrales

- Comportamiento del fondo: con capacidad de entregar un instrumento con muy bajo riesgo crediticio.
- Elevada liquidez de los activos y las cuotas del fondo.
- Experiencia de AGF, tanto general como en fondos Tipo 1.
- Valorización representativa del valor de mercado.

Fortalezas complementarias

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

Consideraciones Comisión Clasificadora de Riesgo

| Acuerdo N°31 | Referencia |
|---|--|
| Claridad y precisión de los objetivos del fondo: ver Objetivos del fondo | Objetivos del fondo |
| Grado de orientación de las políticas y coherencia con el reglamento interno | Objetivos del fondo |
| Conflictos de interés <ul style="list-style-type: none"> - Entre fondos administrados - Con la administradora y sus personas relacionadas | Manejo de conflictos de interés Manejo de conflictos de interés |
| Idoneidad y experiencia de la administración y la administradora | Fundamento de la clasificación |
| Política de inversión | Objetivos del fondo |
| Concentración por emisor y grupo empresarial | Fundamento de la clasificación |
| Endeudamiento | Política de endeudamiento |
| Valoración de las inversiones | Valorización de las cuotas |

Definición categorías de riesgo

Categoría AAfm

Cuotas con muy alta protección ante pérdidas asociadas a riesgos crediticios.

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

Categoría M1

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

Antecedentes generales

Administración del fondo

FM Liquidez Full es administrado por Banchile Administradora General de Fondos S.A., sociedad filial de Banco de Chile (99,98% es propiedad de esta entidad y 0,02% de Banchile Asesorías Financieras). Esta entidad, que a septiembre de 2015 exhibía un patrimonio de US\$ 3.818 millones, es controlado por el grupo Luksic (a través de sociedades de inversión) uno de los principales conglomerados económicos del país. En 2008 el banco absorbió los activos y pasivos de Citibank Chile, filial chilena de Citigroup Inc., una de las empresas de servicios financieros más grandes del mundo, con quienes tienen una cuerdo de cooperación y conectividad global, que contempla el apoyo mutuo para la realización de diversos negocios, y el uso limitado de la marca "Citi".

De acuerdo con lo informado por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), a diciembre de 2015 Banchile AGF gestionaba 77 fondos mutuos, con un patrimonio administrado de US\$ 8.464 millones, cifra que lo posicionaba en el primer lugar de la industria con una participación de mercado de 21,3%.

A esa fecha, los fondos de deuda menor a 90 días representaban el 47% de los fondos mutuos administrados por la AGF, con un patrimonio administrado de US\$ 3.976 millones, el mayor patrimonio dentro de ese segmento, equivalente al 22,7% del mercado money market. La Tabla 1 presenta la distribución por tipo de fondos mutuos administrados por la sociedad.

Estructura organizacional

El directorio de la administradora está compuesto por cinco miembros, quienes sesionan mensualmente (dejando formalizado en actas las resoluciones acordadas en las juntas directivas) y que, en términos generales, se caracterizan por mostrar una elevada experiencia en la gestión de activos, aunque preferentemente de carácter financiero. Bajo este contexto, se destaca que dos de sus miembros, entre ellos el presidente, también forman parte del directorio del Banco de Chile, permitiendo con ello un importante traspaso de conocimientos y sinergias operativas entre estas sociedades relacionadas, así como un alineamiento entre los objetivos de ambas entidades.

Tabla 1: Distribución de fondos AGF

| Distribución por tipo de fondos | |
|-----------------------------------|--------|
| Deuda corto plazo menor a 90 días | 46,97% |
| Deuda corto plazo mayor a 90 días | 6,54% |
| Mediano y largo plazo | 33,74% |
| Mixto | 4,48% |
| Capitalización | 7,27% |
| Libre inversión | 0,06% |
| Estructurados | 0,40% |
| Calificados | 0,53% |

Estructura organizacional

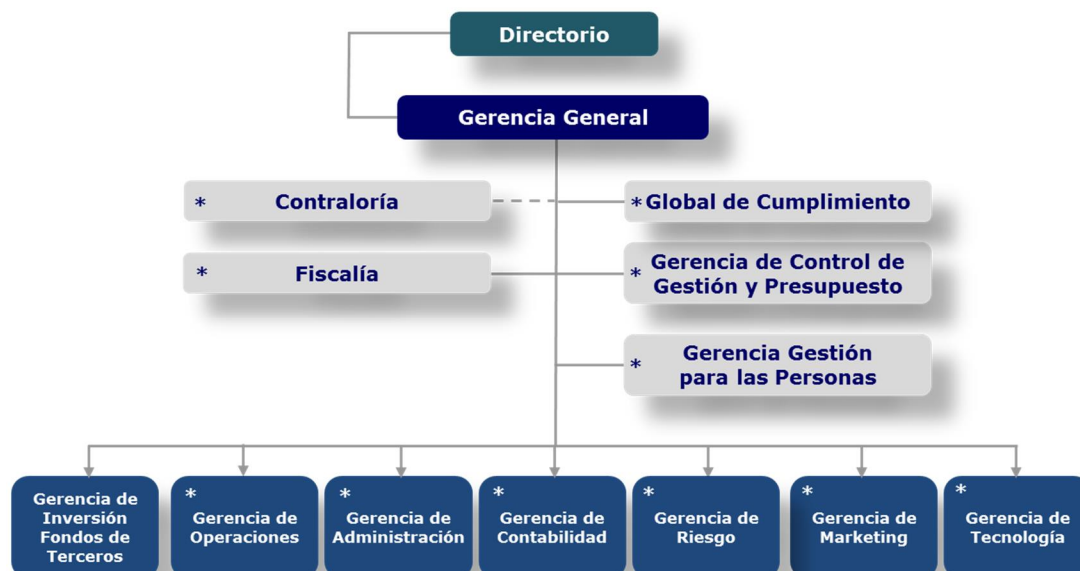
El directorio de la administradora está compuesto por cinco miembros, quienes sesionan mensualmente (dejando formalizado en actas las resoluciones acordadas en las juntas directivas) y que, en términos generales, se caracterizan por mostrar una elevada experiencia en la gestión de activos, aunque preferentemente de carácter financiero. Bajo este contexto, se destaca que dos de sus miembros, entre ellos el presidente, también forman parte del directorio del Banco de Chile, permitiendo con ello un importante traspaso de conocimientos y sinergias operativas entre estas sociedades relacionadas, así como un alineamiento entre los objetivos de ambas entidades.

Tabla 2: Directorio Banchile AGF

| Nombre | Cargo |
|----------------------------|-----------------|
| Pablo Granifo Lavín | Director |
| Arturo Tagle Quiroz | Director |
| Jorge Ergas Heymann | Director |
| Eduardo Ebensperger Orrego | Director |
| Nicolás Luksic Puga | Director |
| Andrés Lagos Vicuña | Gerente General |

Dentro de las principales funciones del directorio, recae la responsabilidad de evaluar y controlar el cumplimiento de todas las estrategias establecidas para los fondos administrados, así como la decisión de aceptar, condicionar o rechazar las inversiones a realizar.

Su estructura administrativa, en tanto, se considera robusta y adecuadamente formalizada, con una disponibilidad de recursos que responde correctamente a las necesidades de sus negocios, permitiendo sustentar el normal desempeño de sus funciones. La Ilustración 1 presenta la estructura organización de la administradora.



* Servicio compartidos con Banchile Corredores de Bolsa S.A.

Ilustración 1: Estructura organizacional Banchile AGF

Para obtener mayor información acerca de la administradora, visite nuestra página *web*¹, donde se encuentra un análisis detallado en el Informe de Clasificación de Banchile AGF.

Fondo y cuotas del fondo

Objetivos del fondo

Según se establece en el reglamento interno, la política de inversiones tiene como objetivo la adquisición de instrumentos de deuda de corto plazo, de mediano y de largo plazo que se encuentran definidos en la Circular N° 1.578 de 2002 de la Superintendencia de Valores y Seguros o aquella que la modifique o reemplace. Además, el fondo puede invertir en instrumentos de deuda emitidos o garantizados por personas relacionadas a la administradora, cumpliendo con lo establecido en la letra b) del artículo 62 de la Ley 20.712. También, la política de inversión del fondo no contempla ninguna limitación o restricción a la inversión en valores emitidos o garantizados por sociedades que no cuenten con el mecanismo de gobiernos corporativos, descritos en el artículo 50 bis de la Ley N° 18.046.

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

¹ www.humphreys.cl

- La cartera de inversiones de los instrumentos de deuda tendrán una duración menor o igual a 90 días;
- Los instrumentos de deuda de emisores nacionales deberán contar con una clasificación de riesgo "BBB", "N-3" o superiores a éstas;
- El fondo contempla efectuar y/o dirigir sus inversiones sólo en Chile;
- La moneda funcional del fondo será el peso chileno;
- Se podrá invertir en instrumentos derivados con el objetivo de tener cobertura de los riesgos asociados a sus inversiones y también como inversión.

Dado lo anterior, la promesa formal del fondo es la conformación de una cartera orientada a renta fija de emisores nacionales, en moneda local o equivalente, con una duración igual o inferior a 90 días, permitiéndose invertir en activos de diferentes niveles de riesgo crediticios. En la práctica, **FM Liquidez Full** ha presentado una cartera de inversión conformada en su mayoría por depósitos de corto plazo (88% promedio últimos 24 meses) emitidos por instituciones clasificadas principalmente con nota "Categoría AA-" o superior. Cabe destacar que durante el periodo analizado, el fondo ha presentado un nivel de riesgo estable, lo cual queda de manifiesto en la participación de emisores clasificados dentro de las familias de las "A" ("Categoría A" o superior), respetando por cierto, los límites establecido por el reglamento. Por otro lado, la duración promedio alcanzada para los últimos 24 meses corresponde a 65 días, inferior a los 90 permitidos. En opinión de **Humphreys**, el reglamento de **FM Liquidez Full** restringe de manera adecuada las operaciones adicionales que puede realizar el fondo. Sin embargo, en relación a la clasificación de solvencia de los emisores en los cuales puede invertir, existe la posibilidad de deterioro al nivel de riesgo crediticio. A pesar de este último aspecto, en la práctica el portafolio ha sido administrado de tal manera que su riesgo crediticio se ha mantenido acotado a lo largo de los últimos años concentrándose preferentemente en instrumentos nominados en pesos chilenos y en menor medida unidades de fomento (UF)².

Composición del fondo

El fondo cuenta con una serie única, que al 31 de marzo de 2016 presentaba un tamaño aproximado de US\$ 185,9 millones, cifra que lo situaba como uno de los 30 fondos *money market* de mayor tamaño del mercado.

En términos generales, el fondo ha mostrado una evolución decreciente desde abril 2013, donde alcanzó los US\$ 1.933 millones administrados, cifra que se ha reducido hasta promediar los US\$ 243 millones administrados el 2015. La Ilustración 1 muestra la evolución del patrimonio en los últimos 24 meses.

² En promedio, los últimos 24 meses el 100% de las inversiones se encuentra expresadas en pesos chilenos y un 0% en UF.

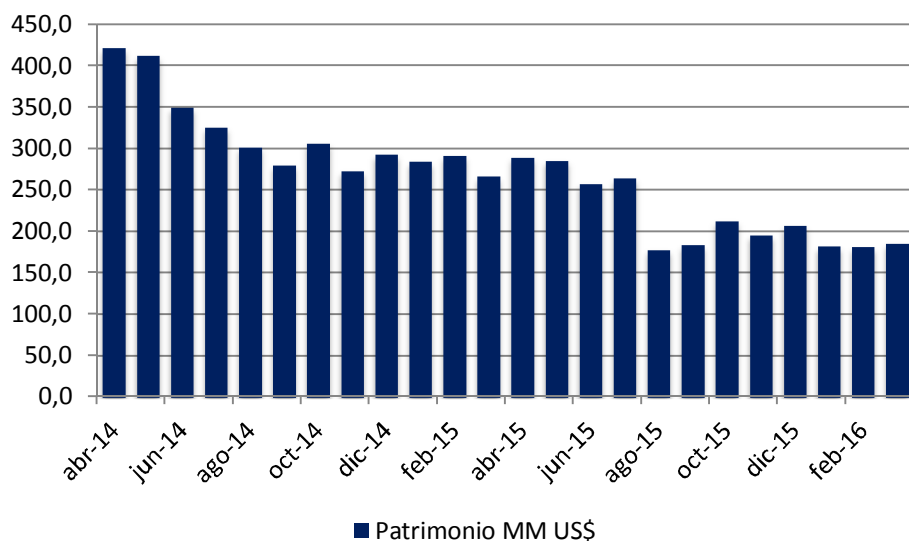


Ilustración 2: Evolución patrimonio últimos 24 meses

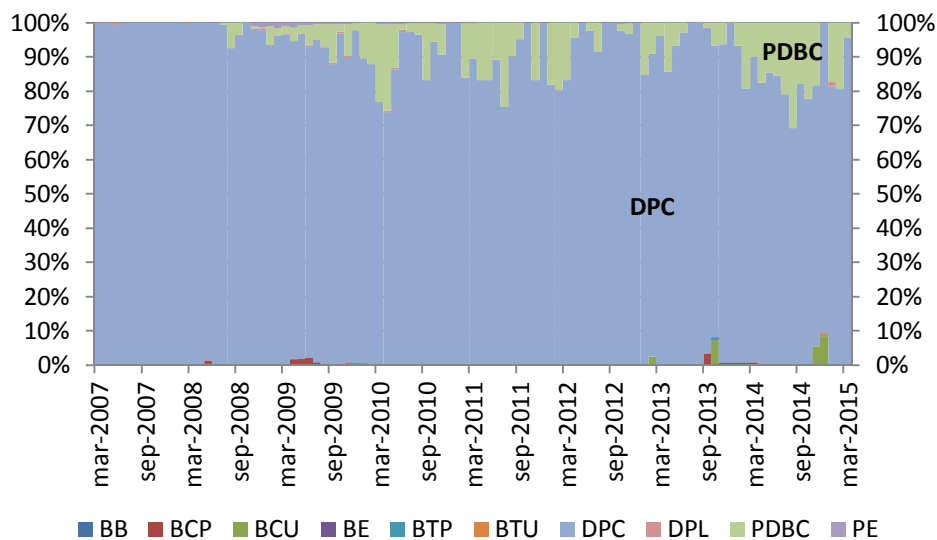


Ilustración 3: Tipo de instrumentos invertidos

El decrecimiento del fondo se ve plasmado en el comportamiento que tiene la participación de mercado, la cual muestra un descenso dentro del segmento de fondos tipo uno A comienzos del 2013, el patrimonio llegó a representaba 8,2% del mercado; mientras que a marzo de 2016 su participación cae a un 1,2%. El mismo comportamiento se observa dentro de Banchile AGF, donde se convirtió en el fondo de mayor tamaño *money market* por seis meses. Actualmente es el quinto fondo tipo uno en participación dentro de la administradora. La Ilustración 3 y el Tabla 3 presentan la composición de la cartera del fondo junto con su evolución.

Tabla 3: Composición de cartera

| Instrumento | Promedio Anual | | | | |
|---|----------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Bonos de bancos e instituciones financieras | 0,00% | 0,04% | 0,01% | 0,00% | 0,00% |
| Bonos BCCh, en pesos | 0,00% | 0,00% | 0,37% | 0,18% | 0,00% |
| Bonos BCCh, en UF | 0,00% | 0,00% | 0,81% | 1,16% | 0,00% |
| Bonos de empresas | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Bono de la Tesorería General, en pesos | 0,00% | 0,00% | 0,06% | 0,00% | 0,00% |
| Bono de la Tesorería General, en UF | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,06% | 0,00% |
| DAP fijo con vencimiento a corto plazo | 89,43% | 93,66% | 93,18% | 82,45% | 80,94% |
| DAP fijo con vencimiento a largo plazo | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,67% |
| Pagarés descontables del BCCh | 10,53% | 6,25% | 5,57% | 16,14% | 18,39% |
| Pagaré de empresas | 0,04% | 0,05% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |

Manejo de conflicto de interés

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

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

Para efectos del tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora, Banchile AGF posee el "Manual de Tratamiento y Solución de Conflictos de Interés" (en adelante el "manual"), que se encuentra vigente desde abril de 2008 estableciendo los criterios generales y específicos que norman la forma de resolver las potenciales situaciones que envuelvan superposiciones de intereses.

De forma complementaria, cuenta con un "Código de Ética" que se alinea con el manual antes referido y que establece que no es aceptable realizar actos y operaciones por parte de los empleados de Banchile AGF, en los que exista conflictos de intereses entre el empleado, Banchile y sus clientes, dado que ello daña la confianza y transparencia de sus actos y decisiones.

En relación a la asignación, mantención y liquidación de inversiones que puedan ser adquiridas por más de un fondo, el manual describe que en la eventualidad que un mismo instrumento de deuda o de capitalización pueda ser considerado susceptible de ser comprado o vendido por más de un fondo, se dará prioridad en la asignación de nuevos títulos a aquél cuya ponderación por tipo de instrumento esté más alejada de la establecida como objetivo de acuerdo con la estrategia de inversión definida por el comité de inversión y a los límites señalados en el reglamento interno respectivo.

Asimismo, tratándose de transacciones de compra y/o venta de un mismo instrumento, se debe procurar que la asignación para cada fondo sea siempre de acuerdo a la tasa promedio ponderada, minimizando cualquier diferencia de precio que pueda existir.

Respecto de procesos que regulan la coinvertición entre el fondo y la Administradora, el manual estipula que se aplicarán íntegramente las disposiciones pertinentes contenidas en el título XX de la Ley de Valores.

Por otra parte, cada fondo tiene un administrador asignado, el cual vela por los intereses de sus aportantes vía maximización de sus resultados. Esta segregación evita que los administradores puedan beneficiar a un fondo en desmedro de otro.

Finalmente, existe un encargado de cumplimiento de Banchile que fiscaliza el apego a las normas y disposiciones contenidas dentro del manual, quien informa al directorio y al gerente general de manera inmediata sobre los incumplimientos significativos que se produzcan dentro de la administradora, además de realizar el seguimiento de los mismos y dar resolución adecuada a los conflictos de interés que puedan surgir.

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 por los servicios se aplica al monto que resulta de deducir el valor neto diario del fondo antes de remuneración, los aportes recibidos previo al cierre de operaciones del fondo y de agregar los rescates que corresponda liquidar en el día, esto es, aquellos solicitados antes de dicho cierre. Respecto a los otros cobros, no se contempla pagos de comisiones ni otros gastos. La Tabla 4 presenta la estructura de remuneraciones estipulada en el reglamento interno vigente.

Tabla 4: Remuneración FM Liquidez Full

| Serie | Monto mínimo | Rem. fija anual (IVA incl.) |
|-------|--------------|-----------------------------|
| Única | No tiene | 1,50% |

Según información entregada por la administradora, durante el año 2015, el fondo recaudó US\$ 2,5 millones por concepto de remuneración en comparación a los US\$ 3,3 millones recaudados durante el 2014.

Política de endeudamiento

El reglamento interno del fondo señala que la administradora podrá acudir ocasionalmente a créditos bancarios de corto plazo, con un plazo de vencimiento de hasta 365 días y por una cifra equivalente al 20% del patrimonio del fondo, a cuenta del mismo, con el propósito de pagar rescates de cuotas y de realizar operaciones autorizadas por la SVS. De acuerdo con lo informado por los EEFF de diciembre de 2015, el fondo no presentaba obligaciones por este concepto.

Prohibiciones y gravámenes

De acuerdo al último reglamento interno, no se mencionan políticas específicas en relación a las prohibiciones y gravámenes del fondo. Sin perjuicio de lo anterior en el reglamento, la política de inversiones del fondo no contempla ninguna limitación o restricción a la inversión en valores emitidos o garantizados por sociedades que no cuenten con el mecanismo de gobiernos corporativos, descritos en el artículo 50 bis de la Ley N° 18.046.

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 su serie única ha evolucionado de forma muy similar a la rentabilidad de sus pares y, razonablemente, por debajo de la Tasa Interbancaria Promedio (TIP) entre 30 y 89 días. Lo anterior se considera adecuado, ya que a través de su historia el fondo ha cumplido con el propósito que persigue, que es convertirse en una alternativa de inversión similar al depósito a plazo, pero con una mayor liquidez y flexibilidad. En la práctica, el promedio mensual de la rentabilidad de la serie del **FM Liquidez Full** para los últimos doce meses reafirma el objetivo planteado, alcanzando indicadores de 0,31%, en tanto que la TIP mostró un promedio de 0,34%. La Ilustración 4 muestra la evolución de la rentabilidad nominal de la serie única del fondo, junto con el rendimiento de la TIP a 90 días y el de mercado tipo 1 definido anteriormente.

Además, la Tabla 5 muestra un resumen de rentabilidad para el **FM Liquidez Full** en relación a la TIP y los fondos tipo 1, en pesos y de la industria en base mensual, mientras que la Tabla 6 los presenta en términos anuales.

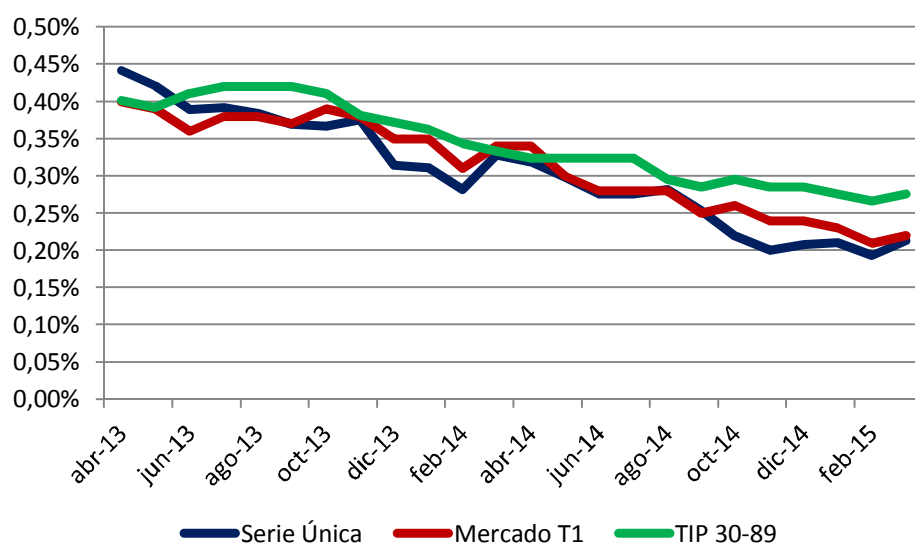


Ilustración 4: Rentabilidad nominal mensual FM Liquidez Full

Tabla 5: Análisis de rentabilidad mensual FM Liquidez Full

| Variación mensual | Serie Única | Mercado T1 | TIP 30-90 |
|--------------------------------|-------------|------------|-----------|
| Rentabilidad mes actual | 0,21% | 0,22% | 0,28% |
| Rentabilidad mes anterior | 0,19% | 0,21% | 0,27% |
| Últimos seis meses | 1,03% | 1,15% | 1,40% |
| Últimos doce meses | 2,66% | 2,83% | 3,28% |
| YTD | 0,41% | 0,43% | 0,54% |
| Desviación Estándar (24 meses) | 0,07% | 0,06% | 0,05% |
| Promedio (24 meses) | 0,31% | 0,31% | 0,34% |
| C. Variación | 0,24 | 0,19 | 0,15 |

Tabla 6: Análisis de rentabilidad anual FM Liquidez Full

| Variación anualizada | Serie Única | Mercado T1 | TIP 30-90 |
|--------------------------------|-------------|------------|-----------|
| Rentabilidad mes actual | 2,59% | 2,67% | 3,36% |
| Rentabilidad mes anterior | 2,34% | 2,55% | 3,24% |
| Últimos seis meses | 2,07% | 2,30% | 2,81% |
| Últimos doce meses | 2,66% | 2,83% | 3,28% |
| YTD | 1,64% | 1,73% | 2,19% |
| Desviación Estándar (24 meses) | 0,89% | 0,74% | 0,63% |
| Promedio (24 meses) | 3,72% | 3,83% | 4,19% |

La conclusión que se desprende del análisis anterior es que el **FM Liquidez Full** presenta desempeños competitivos a nivel de la industria. Se destaca que los rendimientos van de la mano con una mayor volatilidad, tal como se aprecia en el coeficiente de variación presentado en la Tabla 5.

Pérdida esperada y riesgo

Dado que la estructura del portafolio de inversiones se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría AA-" o superior, y que la mayor parte de sus inversiones presentan niveles de riesgo superiores o iguales a N-1, se puede presumir que su cartera presenta un riesgo por *default* que puede considerarse reducido. En este sentido, se estima de muy baja probabilidad variaciones en el valor de la cuota por efecto de incumplimiento por parte de las entidades que respaldan el pago de los activos en que invierte el fondo.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo, a marzo de 2016 ésta pérdida esperada del orden del 0,000476%, mostrando un comportamiento estable, a lo largo del horizonte estudiado. De hecho, al analizar el desempeño de este indicador para los últimos 24 meses, se observa que éste se ha posicionado en tono al 0,000547% y no ha presentado variaciones significativas –considerando la magnitud relevante del indicador– como se puede observar en la Ilustración 5.

Para complementar el análisis respecto de la evolución del 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 estratégica con que se maneja el fondo.

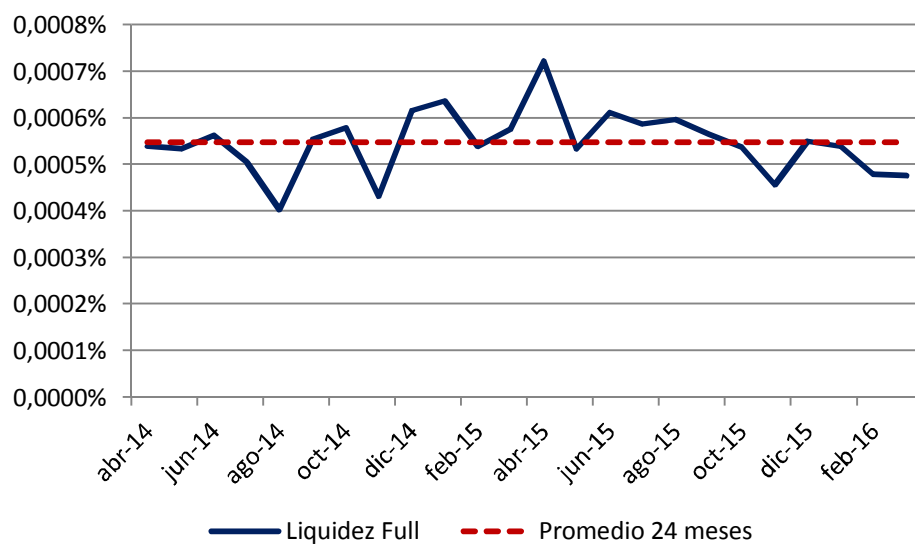


Ilustración 5: Pérdida esperada FM Liquidez Full

A partir de la ilustración anteriormente mencionada, se aprecia una estructura de inversiones que privilegia emisores clasificados en "Categoría AAA" y "AA", que a marzo de 2016 representaban el 50% y el 24% del portafolio respectivamente.

Por su parte, 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 58 días para los últimos doce meses), y en títulos expresados en pesos de emisores nacionales (en marzo de 2016, la cartera se encontraba expresada en su totalidad en pesos chilenos). En consecuencia, se tiene una baja sensibilidad ante cambios en la tasa de interés y/o en la variación de precios (inflación).

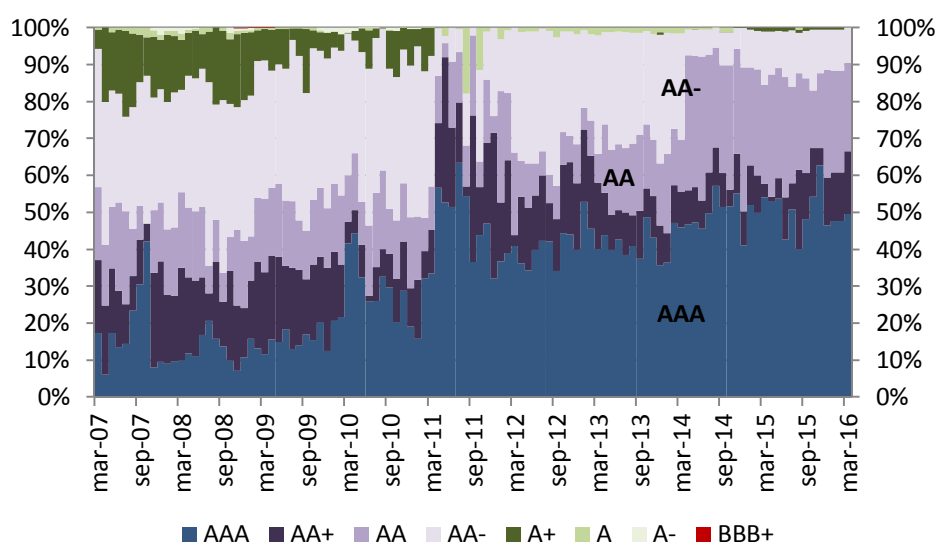


Ilustración 6: Clasificación de riesgo de los emisores

Niveles de concentración (o diversificación del fondo)

El fondo debe cumplir con los requisitos mínimos de diversificación contemplados en el reglamento interno y la Ley N° 1.328, de modo que los excesos de inversión no están permitidos y, en el caso que ocurran –ya sea por efecto de fluctuaciones en el mercado o por causa ajena a la administradora–, la SVS deberá establecer en cada caso las condiciones y plazos en que deberá procederse a la regularización de las inversiones, sin que el plazo que fije pueda exceder de doce meses.

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

En lo referente a la concentración por emisor establecida en el reglamento interno (no más de 20% del activo a partir del 2015), el fondo ha cumplido la restricción desde la publicación con excepción de una vez.

El **FM Liquidez Full** ha mostrado un promedio mensual de 7,4% de los emisores con excesos de inversión durante los últimos doce meses.

Como se muestra en la Tabla 3, la cartera de inversión está casi totalmente compuesta por depósitos a plazo nominales de bancos nacionales, lo que presenta una baja diversificación anteriormente mencionada (máximo de un 20% invertido en un emisor). A la misma fecha, ocho emisores concentran el 81,43% de las inversiones. La Tabla 7 presenta la evolución de los ocho principales emisores.

Tabla 7: Mayores emisores del fondo

| | % del activo del fondo | | | | |
|-------------------------------|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | dic-11 | dic-12 | dic-13 | dic-14 | mar-15 |
| Scotiabank | 0,00% | 9,93% | 10,04% | 10,05% | 15,70% |
| BancoEstado | 11,48% | 10,31% | 8,42% | 10,21% | 12,55% |
| Security | 6,80% | 10,07% | 9,37% | 10,14% | 12,42% |
| Banco Santander | 3,54% | 6,39% | 8,84% | 9,24% | 10,39% |
| HSBC | 6,35% | 3,13% | 0,75% | 2,43% | 9,28% |
| Corpbanca | 3,93% | 9,79% | 13,19% | 9,73% | 8,65% |
| Banco Bice | 0,73% | 10,32% | 6,13% | 9,86% | 7,96% |
| Banco Central | 10,68% | 0,00% | 0,83% | 8,48% | 4,48% |
| Sub-total | 43,51% | 59,93% | 57,58% | 70,14% | 81,43% |
| 8 principales emisores | 78,16% | 78,96% | 79,97% | 77,50% | 81,43% |
| Número de emisores | 12 | 16 | 18 | 15 | 15 |

Sin perjuicio de lo anterior, 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 de la cuota

El reglamento interno del fondo establece que los pagos de los rescates se realizarán en un plazo no mayor de 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 de ser uno programado. Sin embargo, si los rescates son de un monto igual o superior al 20% del valor del patrimonio se considerarán como significativos, por lo que se pagarán dentro de 15 días hábiles bancarios contado desde la fecha de presentación de la solicitud de rescate o de la fecha en que se dé curso al rescate de ser programado. El mismo procedimiento se utilizará para cuando la sumatoria de los rescates realizados un mismo día alcance un monto igual o superior a 35% del valor del patrimonio.

Con respecto al nivel de transacción de las cuotas, cabe señalar que durante el periodo analizado, se ha logrado un equilibrio entre el número de cuotas rescatadas y aportadas.

Los aportantes del fondo, en forma individual, tienen una baja 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. En marzo de 2016, el fondo contaba con más de 6.806 partícipes, y su principal aportante representaba un 2,0% del fondo (los diez principales representaron un 24,0% de éste). La

Tabla 8 presenta la incidencia de los principales aportantes del fondo.

Tabla 8: Importancia de los mayores aportantes

| Peso relativo aportante | dic-10 | dic-11 | dic-12 | dic-13 | dic-14 | dic-15 | mar-16 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 | 5,3% | 7,0% | 7,8% | 2,8% | 8,4% | 1,0% | 2,0% |
| 2 | 4,5% | 6,3% | 4,7% | 1,6% | 2,3% | 2,0% | 1,0% |
| 3 | 4,1% | 6,0% | 4,0% | 1,0% | 2,1% | 1,0% | 1,0% |
| 4 | 4,1% | 4,9% | 3,6% | 1,0% | 1,8% | 1,0% | 3,0% |
| 5 | 2,3% | 3,9% | 3,1% | 0,9% | 1,6% | 2,0% | 2,0% |
| 6 | 2,1% | 3,7% | 2,6% | 0,9% | 1,6% | 4,0% | 3,0% |
| 7 | 2,1% | 3,6% | 1,8% | 0,9% | 1,5% | 1,0% | 4,0% |
| 8 | 2,0% | 2,4% | 1,7% | 0,8% | 1,5% | 4,0% | 2,0% |
| 9 | 1,7% | 2,1% | 1,5% | 0,7% | 1,0% | 1,0% | 2,0% |
| 10 | | 1,8% | 1,5% | | | 1,0% | |
| Relacionado | | | | | | | 4,0% |
| Total | 28,2% | 41,7% | 32,3% | 10,6% | 21,7% | 18,0% | 24,0% |

Liquidez del fondo

La política de desinversión del fondo descansa principalmente en el hecho de que la cartera de inversión es principalmente de corto plazo, reduciendo así el riesgo de salida de sus inversiones. Sin embargo el fondo considera en su reglamento interno mantener una inversión mínimo de un 10% respecto del total de los activos en instrumentos de fácil liquidación dentro de la política de inversión con tal de cumplir las obligaciones generadas como consecuencia de las operaciones propias que realice el fondo y con aquellas emanadas de los rescates de cuotas realizadas por sus participantes.

Además, el reglamento interno considera que si el 10% no es suficiente, éste podría invertir en activos líquidos hasta el 100% de las obligaciones que posea el fondo por el plazo necesario para cumplir con los pagos.

Durante los últimos 24 meses, el máximo retiro ascendió a \$ 12.269 millones, equivalentes a 34,5% del fondo a esa fecha.

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 la Circular N° 1.990 del año 2010, las sociedades que administran fondos mutuos tipo 1 deberán ser valorizadas a TIR de compra, teniendo las administradoras de fondos las siguientes obligaciones:

- a) Desarrollar y establecer con precisión y claridad políticas de liquidez y de realización de ajustes a precios de mercado en la valorización de los instrumentos que componen las carteras de inversión de este tipo de fondos, en forma periódica.

Dentro de las políticas de liquidez mencionadas destacan: monitorear descalces de liquidez, manejar 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 RiskAmerica³, es la encargada de proveer el sistema de valorización para la industria de fondos mutuos.

- b) Considerar la realización de pruebas de *stress testing* u otra técnica similar en forma periódica, sobre la cartera de inversiones del fondo para examinar variaciones en la rentabilidad de los instrumentos y de la cartera antes distintos escenarios de mercado.
- c) Proporcionar a los inversionistas y al público en general información del 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 cosas.

Según los estados financieros, ante la existencia de desviaciones de forma agregada superiores a un 0,1% del valor presente de la cartera entre la cartera valorizada a TIR de compra y a la tasa de mercado, se efectúan ajustes a uno o más de los instrumentos que conforman la cartera con tal de reducir tal desviación. Ante desviaciones individuales mayores a un 0,6% del valor presente valorizado a TIR de compra (o a la última tasa de valorización según corresponda) respecto a la tasa de mercado, se procede a ajustar la valorización del instrumento con tal de reducir la desviación. Si el instrumento está denominado en una moneda distinta al peso chileno y en otras unidades de reajuste y sufre desviaciones mayores a un 0,8% del valor presente valorizado a TIR de compra o la última tasa de valorización, se procede a ajustar la valorización del instrumento con tal de reducir la desviación.

³ RiskAmerica fue desarrollado por una entidad independiente que cuenta con el respaldo académico de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Provee ingeniería financiera basada en investigación para la valorización y gestión del riesgo.

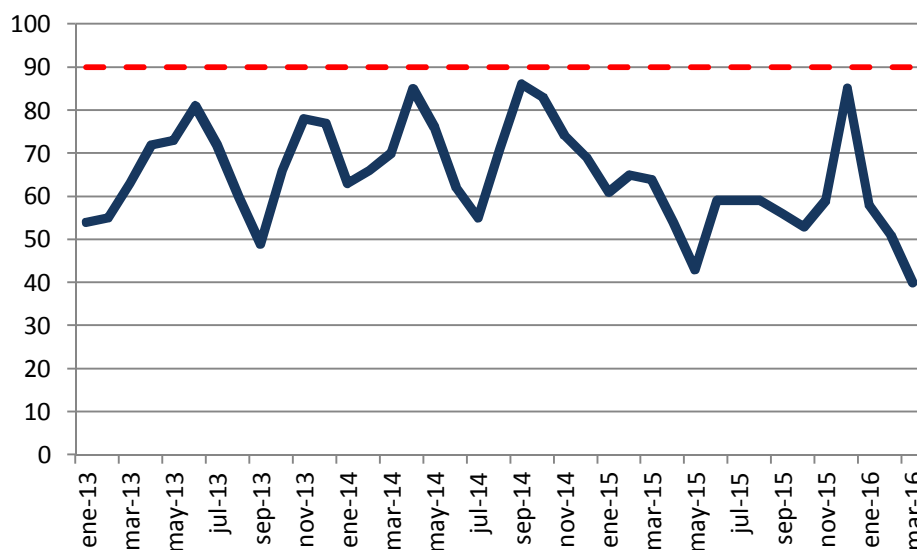


Ilustración 7: *Duration* de la cartera

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.

La Ilustración 7 muestra cómo ha evolucionado la composición de los instrumentos utilizados por el fondo en cuanto al *duration* de la cartera.

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."

Anexo N°1

Criterios generales para el manejo de potenciales conflictos de interés

Banchile ha establecido diversas medidas con el objeto de impedir y/o mitigar los conflictos de interés o las consecuencias que eventualmente éstos produzcan:

- a. Proceso de análisis, gestión y operación de inversiones independiente y completamente separado de las áreas de negocios de sus relacionados;
- b. Cada fondo administrado es considerado de manera separada e independiente de los otros fondos o del patrimonio de la Administradora;
- c. Barreras de información entre empleados de la Administradora y áreas de negocio de sus relacionados para impedir que se lleve a cabo intercambio de información que pueda suponer un riesgo de conflicto de interés;
- d. Política de supervisión sobre el proceso de inversión;
- e. Medidas de segregación de funciones de trabajo que impiden que personas ajenas al área de inversiones participe en el proceso de toma de decisiones de inversión de los Fondos;
- f. En la resolución de los conflictos de interés, se tendrán en cuenta las siguientes reglas:
 - i. En caso de conflicto entre Banchile y un Fondo, deberá siempre anteponerse el interés del Fondo
 - ii. En caso de conflicto entre un Fondo y un partícipe, deberá siempre anteponerse el interés del Fondo
 - iii. En caso de conflicto entre Banchile y un partícipe, deberá siempre anteponer el interés de este último;
 - iv. En caso de conflicto entre partícipes:
 1. se evitará favorecer a alguno de ellos;
 2. no se podrá, bajo ningún concepto, revelar a los partícipes las operaciones realizadas por otros partícipe;
 3. no se podrá incentivar operaciones de un partícipes con el objeto de beneficiar a otros.

Anexo N°2

Contratos de derivados

Según su reglamento interno, el fondo podrá realizar operaciones en contratos de opciones, de futuros y forwards, en los términos establecidos en la Norma de Carácter General N°204 del 28 de diciembre de 2006, con el fin de tener cobertura de 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 de activo subyacente y puede multiplicar las pérdidas y ganancias de valor de la cartera.

Los activos objetos de estos contratos serán tasas de interés e instrumentos de renta fija. La inversión en contratos denominados en unidades de fomento responde a la cobertura de riesgos financieros ante variaciones de la inflación.

Anexo N°3

Instrumentos de inversión

El fondo se limita en invertir en los activos descritos en la Tabla 9.

Tabla 9: Diversificación respecto del activo del fondo

| Tipo de instrumento | % Mínimo | % Máximo |
|--|----------|----------|
| Nacionales | 0 | 100 |
| Bonos emitidos o garantizados por el Estado, Tesorería General de la República y/o Banco Central de Chile | 0 | 100 |
| Bonos emitidos o garantizados por Bancos e Instituciones Financieras | 0 | 100 |
| Bonos emitidos por empresas | 0 | 100 |
| Depósitos emitidos o garantizados por Bancos e Instituciones Financieras | 0 | 100 |
| Pagarés y efectos de comercio emitidos por empresas | 0 | 20 |
| Pagarés emitidos o garantizados por el Estado, Tesorería General de la República y/o Banco Central de Chile | 0 | 100 |
| Letras y Mutuos hipotecarios emitidos o garantizados por Bancos e Instituciones Financieras | 0 | 100 |
| Letras y Mutuos hipotecarios emitidos o garantizados por otros agentes no Bancos ni Instituciones financieras | 0 | 100 |
| Títulos de deuda de securitización correspondientes a la suma de los patrimonios referidos en el Título XVIII de la Ley N°18.045 | 0 | 25 |
| Otros valores de oferta pública, de deuda que autorice la Superintendencia de Valores y Seguros. | 0 | 100 |

Además, el fondo no podrá invertir más del 50% de sus activos en valores que no cumplan con los requisitos de liquidez y profundidad que requiera la Superintendencia de Valores y Seguros mediante norma de carácter general. Adicionalmente, hay límites de diversificación de las inversiones por emisor, grupo empresarial y entidades relacionadas como las siguientes:

1. 100% del activo del fondo como máximo en instrumentos emitidos o donde el garante sea el Estado de Chile, Tesorería General de la República y/o el Banco Central de Chile.
2. 20% del activo del fondo como máximo en instrumentos emitidos por una misma entidad.
3. 30% del activo del fondo como máximo en instrumentos emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial.
4. No poseer más del 25% del capital suscrito y pagado o del activo de un emisor.
5. No poseer más del 25% de la deuda del Estado de Chile
6. No podrá controlar, directo o indirectamente, a un emisor de valores.