



Informe anual

Analista
Gonzalo Neculmán G.
Tel. (56-2) 433 5200
gonzalo.neculman@humphreys.cl

Fondo Mutuo Utilidades

Julio 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Cuotas	AA- fm
Riesgo de mercado	M2
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Diciembre 2011
Administradora	Banchile Administradora General de Fondos S.A.

Opinión

Fundamento de la clasificación

El **Fondo Mutuo Utilidades** comenzó sus operaciones en octubre de 1998 y es administrado por Banchile Administradora General de Fondos S.A. (en adelante Banchile AGF), sociedad filial del Banco de Chile, entidad bancaria clasificada en "*Categoría Aa3*" en escala global moneda extranjera.

El propósito principal del fondo mutuo, de acuerdo con lo establecido en su reglamento interno, es la inversión en instrumentos de deuda de corto plazo, conformando con ello una cartera con duración menor o igual a 365 días. A 31 de mayo de 2012, el capital administrado ascendía a US\$ 202 millones, mientras que la rentabilidad promedio mensual del fondo para los últimos 24 meses de la serie A y B alcanzó tasas de 0,33% y de 0,34%, respectivamente.

Entre las fortalezas de **Fondo Mutuo Utilidades** que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo de sus cuotas en "*Categoría AA-fm*", destacan las características propias de la cartera de inversiones, orientada a instrumentos de bajo riesgo y adecuada rentabilidad a largo del tiempo (en relación al riesgo asumido). Lo anterior está asociado principalmente a una política de inversión conservadora y consistente a través de la vigencia del fondo.

La clasificación de las cuotas incorpora además como un factor positivo la administración de Banchile, ya que, en opinión de **Humphreys**, posee una alta capacidad de gestión para administrar fondos.

Otro elemento considerado en la evaluación es la distribución de los aportantes, los que a la fecha se encuentran altamente atomizados, situación considerada más que adecuada para un fondo de las características del **Fondo Mutuo Utilidades**, dado que, con lo anterior, se minimiza el riesgo asociado a la liquidez de las cuotas del fondo. Además, este último aspecto se refuerza por una cartera compuesta en un porcentaje elevado por instrumentos de corto plazo y con activos que tienen un mercado secundario formal.

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 variar significativamente en cuanto a tipo de moneda y riesgo crediticio de los emisores, inclusive contemplando la opción de utilizar instrumentos derivados como cobertura dentro de su cartera. Con todo, un atenuante es la experiencia propia del fondo, que persistentemente ha invertido en instrumentos locales, y las restricciones propias que se impone la sociedad administradora en cuanto a la evaluación del riesgo de contraparte (autorizados por su matriz). Si bien existe amplitud de definición de inversiones en el reglamento interno, hay que destacar que esta situación es transversal a la industria de fondos mutuos en Chile.

En tanto, la clasificación de riesgo de mercado en M2 se encuentra restringida, principalmente, por la amplia definición de "cartera elegible" existente en el reglamento interno del fondo. En la práctica, el portafolio de inversión ha sido estructurado con bajo nivel de exposición ante cambios en las variables económicas; no obstante, sería posible alterar significativamente este nivel de exposición y mantener una cartera de activos dentro de los márgenes permitidos por el reglamento.

Históricamente, el fondo ha sobrepasado el margen máximo por emisor que se establece en el reglamento interno. Sin embargo, todos los excesos han sido de carácter pasivo (producto de un aumento de la importancia relativa de una inversión ante una disminución del patrimonio administrado) y se han solucionado dentro de los plazos establecidos en la Ley. Cabe señalar que en los últimos períodos los excesos de inversión han disminuido.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se califica "*Estable*"¹, producto principalmente de que no se visualizan cambios relevantes en las variables que determinan la clasificación de riesgo.

¹ Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

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

Definición categoría de riesgo

Categoría AA- fm/ M1

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 M2

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

Antecedentes generales

FM Utilidades es administrado por Banchile Administradora General de Fondos S.A., sociedad filial de Banco de Chile (con un 99,979% de la propiedad de esta entidad y un 0,021% de su filial de Banchile Asesorías Financieras). El banco, a su vez, a través de sociedades de inversión, es controlada por el grupo Luksic, uno de los principales conglomerados económicos del país.

Al 31 de diciembre de 2011 Banchile AGF administraba 72 fondos mutuos y seis fondos de inversión, con un patrimonio administrado que totalizaba alrededor de US\$ 8.400 millones.

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 financieros. Bajo este contexto, se destaca que uno de sus miembros también forma parte del directorio del Banco de Chile, permitiendo con ello el traspaso de

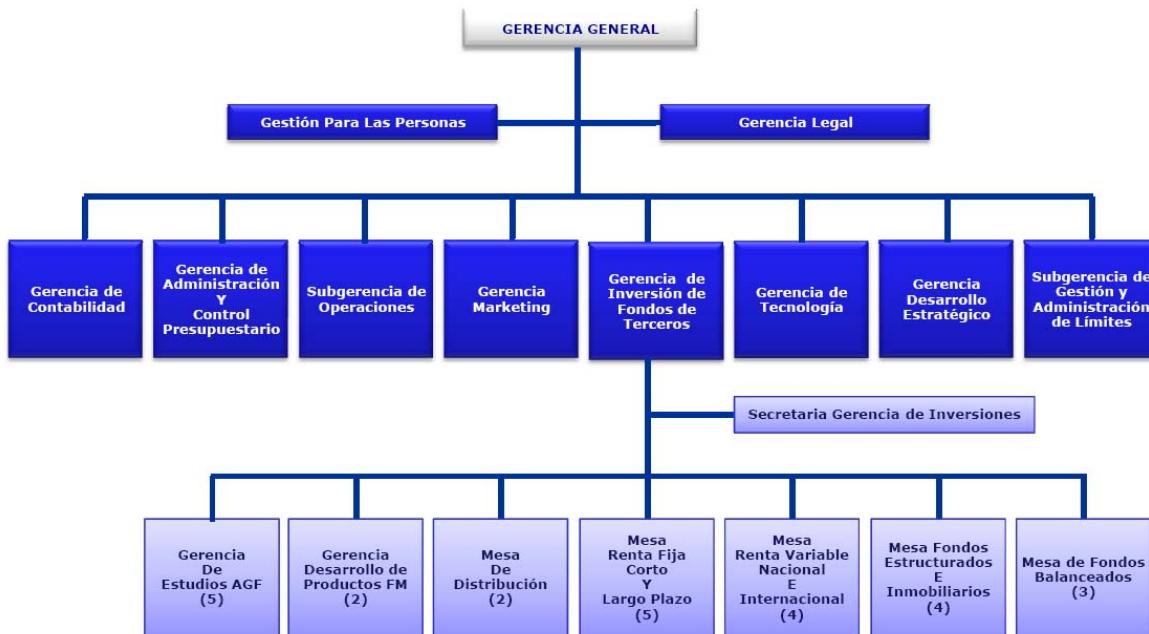
conocimientos y sinergias operativas entre estas sociedades relacionadas, así como un alineamiento entre los objetivos de ambas entidades.

Nombre	Cargo
Jorge Tagle Ovalle	Director
Alejandro Herrera Aravena	Director
Pablo Granijo Lavín	Director
Jacob Ergas Ergas	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.

A continuación se presenta la estructura organizacional de la administradora:



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

Fondo y cuotas del fondo

Objetivos del fondo

Según se establece en el reglamento interno, la política de inversión tiene como objetivo general destinar sus recursos preferentemente a la adquisición de instrumentos de deuda de corto plazo nacional que tengan una duración de la cartera menor o igual a 365 días, así como en derivados.

La política de inversiones permite y/u obliga lo siguiente:

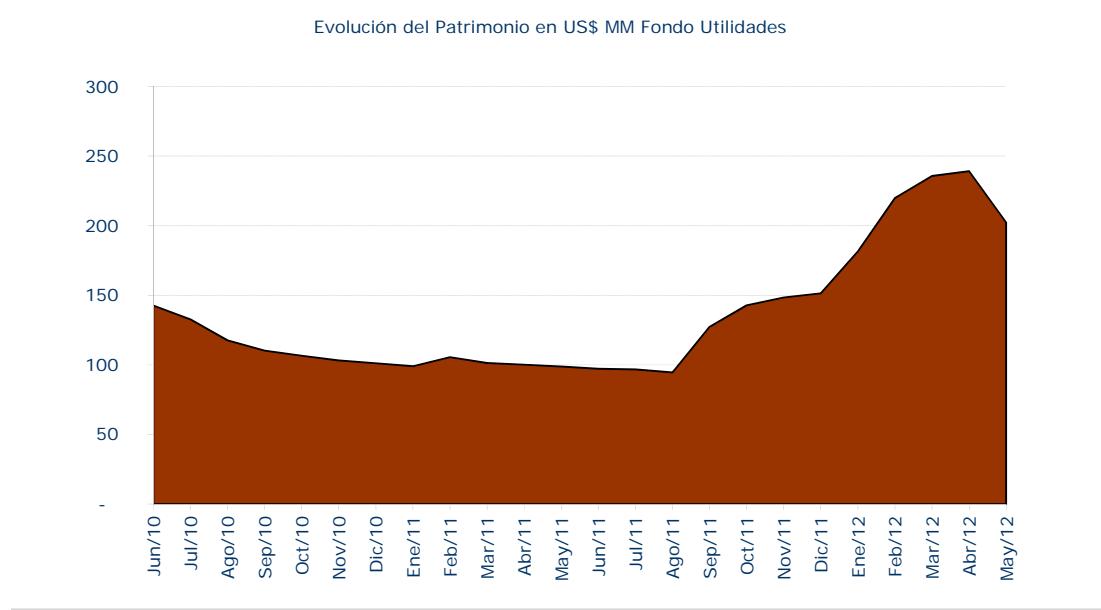
- Inversión en instrumentos de renta fija, de corto, mediano y largo plazo.
- Que la duración de la cartera no supere los 365 días.
- Invertir en instrumentos con clasificación igual o superior a Categoría B y Categoría N-4.
- Realizar operaciones de productos de derivados.
- Realizar las operaciones de retrocompra sólo con bancos o instituciones financieras con clasificación de sus títulos en categoría igual o superior a BBB y N-3.
- Invertir en títulos nominados en pesos y Unidades Fomento (UF).

Dado lo anterior, la promesa formal del **Fondo Utilidades** es la conformación de una cartera de renta fija nacional con duración igual o inferior a 365 días, permitiéndose distintos tipos de moneda y activos de diferentes niveles de riesgo crediticio. En la práctica, durante los últimos años la cartera de inversiones del fondo ha presentado una conformación relativamente estable, con una duración cercana a los 365 días, concentrándose en emisores locales de bajo riesgo crediticio y absteniéndose de invertir en instrumentos nominados en moneda extranjera.

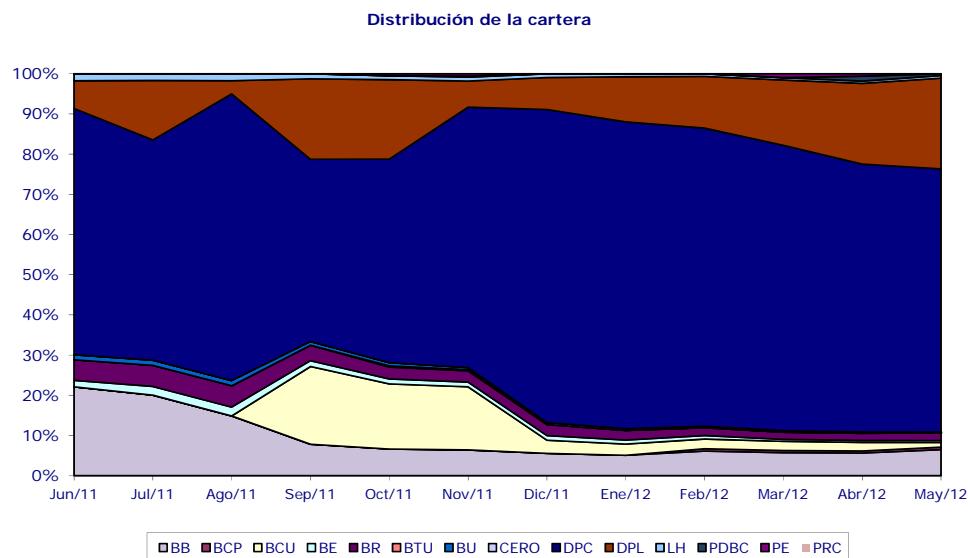
En opinión de **Humphreys**, si bien el reglamento del fondo no es exigente en cuanto a materias restrictivas de inversión, atendiendo básicamente a lo que la normativa determina para este tipo de fondos, no se desconoce que en la práctica la cartera ha sido administrada de tal manera que su riesgo crediticio se ha mantenido acotado a lo largo de los últimos años.

Composición del fondo

Al 31 de mayo de 2012 el fondo presentaba un tamaño aproximado de US\$ 202 millones (US\$ 161 millones como promedio de los últimos doce meses). El fondo ha respondido de manera adecuada frente a las exigencias de liquidez por parte de los aportantes, cumpliendo de manera satisfactoria los pagos a sus clientes.



En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a depósitos a plazos de bancos locales. El cuadro siguiente muestra la evolución de las inversiones:



En lo que se refiere a la concentración por emisores (por normativa ninguno puede superar más de 10% del activo), el fondo ha sobrepasado históricamente el máximo por emisor establecido en su reglamento interno. Sin embargo, esto no constituye una estrategia “activa”, es decir, provocada por la administración (en efecto, es causal de despido que un operador se exceda de los límites permitidos). Los excesos se producen por causas ajenas a la administradora, debido a disminuciones de patrimonio no esperadas, que hacen que aumente la importancia relativa de las inversiones. Existe como política solucionar estos excesos a la brevedad y dentro de los plazos legales. No obstante el carácter de pasivo de dichos excesos, en opinión de la clasificadora los riesgos de concentración podrían reducirse dada la actual oferta en el mercado de renta fija nacional. Cabe señalar que estos excesos han ido disminuyendo en los últimos períodos.

Manejo de conflictos de interés

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 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.

Por otra parte, cada fondo tiene un administrador asignado, el cual vela por los intereses de sus aportantes vía maximización de los resultados del fondo. Esta segregación evita que los administradores pudieren 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.

Remuneraciones y comisiones

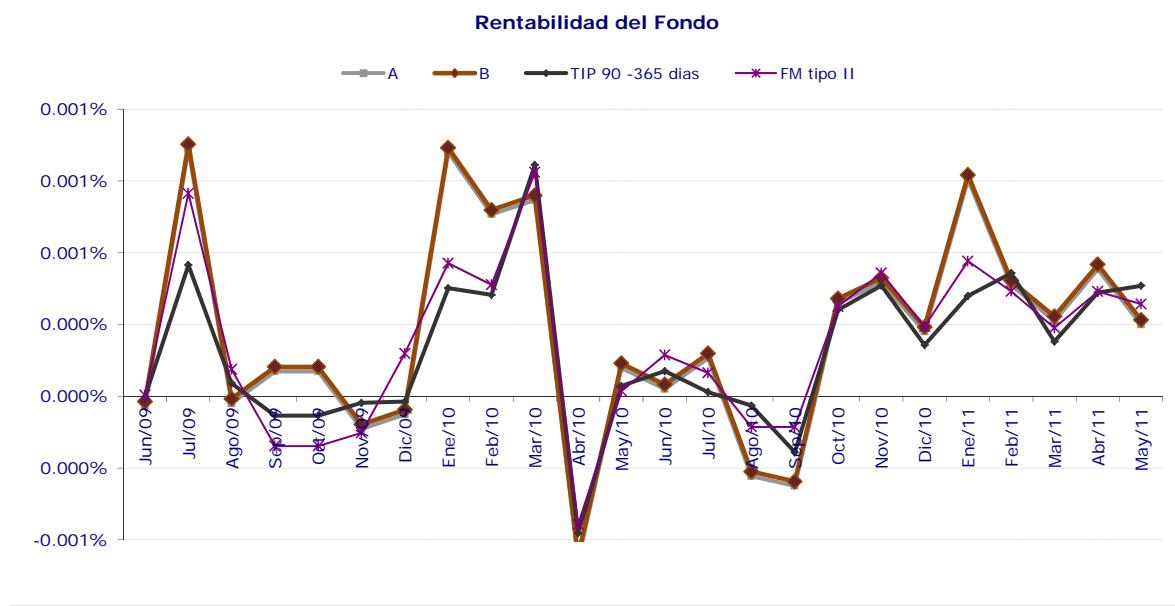
La remuneración de la administradora es de 1,19% anual (IVA incluido), la que se aplica al monto que resulta de deducir el valor neto diario del fondo antes de remuneración, los aportes recibidos antes del cierre de operaciones del fondo y de agregar los rescates que corresponda liquidar en el día, esto es, aquellos rescates solicitados antes de dicho cierre. Respecto a las comisiones, el fondo tiene dos sistemas de inversión: Plan Normal y Plan Familia de Fondos, los cuales se encuentran bien especificados dentro del reglamento interno.

Comportamiento del fondo y las cuotas

Rentabilidad y riesgo

En términos comparativos, en los últimos años la rentabilidad del fondo ha evolucionado de forma muy similar a la TIP (Tasa Interbancaria Promedio) entre 90 y 365 días. Lo anterior es

adecuado, por cuanto a través de su historia el fondo ha cumplido con el objetivo que persigue, que es convertirse en una alternativa de inversión similar al depósito a plazo, pero con una mayor liquidez. En la práctica, el promedio mensual de la rentabilidad del **Fondo Utilidades** para los últimos 24 meses para la serie A y B alcanzó tasas de 0,33% y de 0,34%, respectivamente, mientras que la TIP a un año en el mismo periodo alcanzó una tasa de 0,41%. El siguiente gráfico presenta la evolución de la rentabilidad del fondo en comparación con el comportamiento de la TIP y los fondos tipo II.



A continuación se muestra un análisis rentabilidad riesgo para el **Fondo Utilidades** en relación a la TIP y los fondos tipo II del mercado:

Utilidades	Mercado			
	A	B	TIP 90 -365 días	FM tipo II
Rentabilidad Mes Actual	0,23%	0,25%	0,49%	0,38%
Rentabilidad Mes Anterior	0,13%	0,14%	0,50%	0,34%
Ultimos seis meses	0,48%	0,50%	0,48%	0,42%

Ultimos 12 meses	0,44%	0,45%	0,48%	0,40%
Rentab YTD 2008	0,58%	0,60%	0,57%	0,50%
Des Est (24 meses)	0,31%	0,31%	0,09%	0,22%
Promedio (24 meses)	0,33%	0,34%	0,41%	0,31%
C. Variación (24 meses)	0,94	0,90	0,22	0,70

La conclusión que se desprende del anterior análisis es que el **Fondo Mutuo Utilidades** presenta desempeños competitivos a nivel de la industria, por lo que cumple con los objetivos que se ha trazado en cuanto a tener una rentabilidad similar a la de un depósito a plazo.

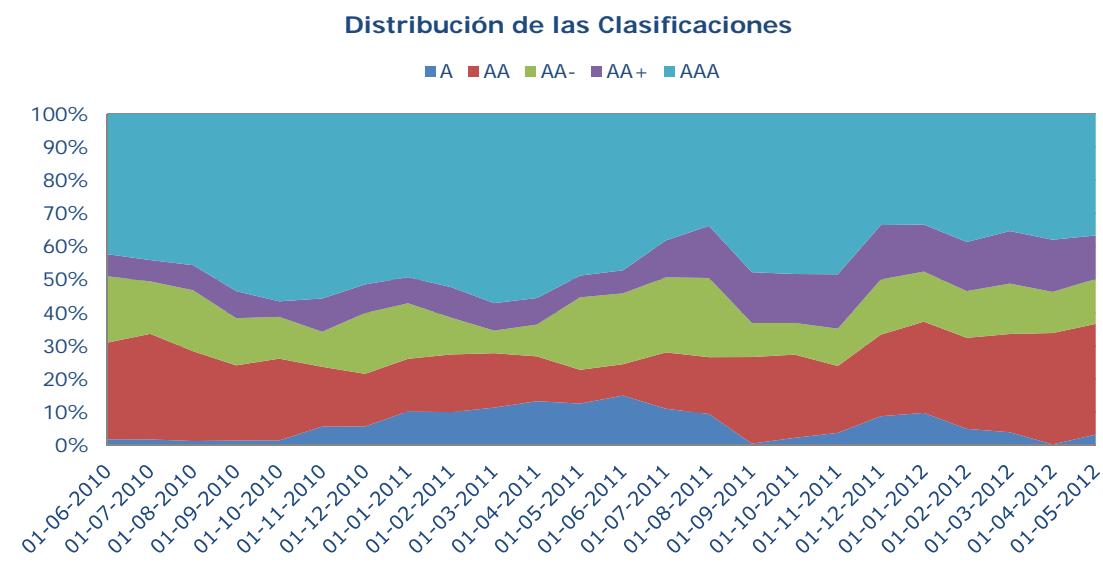
Riesgo del portafolio

Dado que la estructura del *portfolio* de inversiones se concentra preferentemente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en “Categoría AA-” o superior (a mayo de 2012 alcanzaban una concentración de 63%) y que todas sus inversiones presentan niveles de riesgo superiores o iguales a “Categoría A”, el fondo posee un nivel de riesgo considerado adecuado en relación a la clasificación asignada.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo, ésta tendría a mayo de 2012 una pérdida esperada del orden del 0,0029%, mostrando una tendencia más bien estable. A continuación se muestra gráficamente la evolución que ha experimentado la pérdida esperada de la cartera del **Fondo Utilidades**:



Para analizar el cambio en el riesgo crediticio de la cartera, a continuación se muestra la composición de la misma en relación al *rating* asociado a cada emisor, con lo cual se logra apreciar la relativa estabilidad estratégica con que se maneja el fondo:



Niveles de concentración (o diversificación del fondo)

El fondo debe cumplir con los requisitos mínimos de diversificación contemplados en el reglamento interno. En conformidad con dicho reglamento y la Ley N° 1.328, los excesos de inversión no están permitidos, y en el caso de que ocurran, ya sea por efecto de fluctuaciones en el mercado o por causa ajena a la Administradora, la Superintendencia de Valores y Seguros (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, limitando aspectos, tales como, grado de concentración por emisor y por grupo empresarial. Con todo, no establece restricciones por tipo de moneda (UF, monedas extranjeras o pesos) o por nivel de riesgo.

En lo referente a la concentración por emisor (no más de 10% del activo), el fondo ha incumplido su reglamento interno de forma recurrente. Sin embargo, esta situación es transversal a la industria de fondos mutuos; los mencionados incumplimientos son “pasivos”; de hecho, un operador no tiene permitido comprar papeles de un emisor si este se encuentra en el límite máximo de inversión, si se produjese un incumplimiento “activo” es causal de despido.

Los excesos se producen por causas ajenas a la administradora, debido a disminuciones de patrimonio no esperadas, que hacen que aumente la importancia relativa de las inversiones. Ante dichos casos, Banchile AGF tiene como política el solucionar los excesos a la brevedad.

En términos de concentración por emisor, los ocho mayores concentran un 73% de las inversiones (información a mayo de 2012).

8 mayores emisores			
Corpbanca	9,9%	Banco Itaú	9,8%
Banco de Chile	9,9%	Security	9,2%
BBVA	9,8%	BancoEstado	7,7%
Banco Santander	9,8%	Banco Bice	7,0%
		Total	73,0%

Liquidez de la cuota

Cualquier partípice tiene derecho, en cualquier momento del tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo, salvo que los rescates que hace un individuo representen un porcentaje igual o superior a 20% del valor del fondo, caso en el que se paga dentro del plazo de quince días hábiles bancarios, contados desde la fecha de presentación de la solicitud de rescate. Las solicitudes de rescate se dirigen por escrito al gerente general de la administradora y se presentan en sus oficinas o en la de los agentes que hayan sido autorizados por la misma. El pago de los rescates se hace en dinero efectivo (en pesos de Chile), dentro de un plazo no mayor a un día hábil bancario, contado desde la fecha de presentación de la solicitud pertinente, o desde la fecha en que se dé curso al rescate (si se trata de un rescate programado).

Liquidez del fondo

La política de desinversión del fondo descansa principalmente en el hecho de que la cartera de inversión es principalmente de corto y mediano plazo, reduciendo así el riesgo de salida de sus inversiones. Por otro lado, el portafolio de inversión tiene un *duration* inferior a 365 días y se concentra en papeles que presentan mercado secundario, los cuales son de bajo riesgo y presentan una liquidez suficiente.

Valorización de las cuotas

De acuerdo a la Circular N° 1.579, los instrumentos financieros de la cartera de inversiones se valorizan 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). Las cuotas del fondo se valorizan diariamente y su cartera de inversiones contabiliza anticipadamente los intereses y reajustes que cada instrumento devenga al día siguiente al de su valorización. Los criterios utilizados para la valorización de la cartera de inversiones concuerdan con lo establecido en Decreto Supremo N° 249 e instrucciones impartidas por la SVS, siendo éstos los mismos que emplea la industria en general.

Hay que mencionar que en lo relativo a la valorización de instrumentos de renta fija de largo plazo (mayores a 365 días), se utiliza el sistema RiskAmerica², 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, 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 opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."

² 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