

CLASIFICACION DE CUOTAS DE FONDOS DE INVERSION: LAS NUEVAS EXIGENCIAS

INTRODUCCION

La industria chilena de fondos de inversión comenzó a desarrollarse a principios de la década de los 90. A través de una administración especializada, los fondos permiten a los inversionistas, especialmente institucionales, ampliar sus carteras hacia proyectos y otros usos que difícilmente podrían incorporar en forma directa.

En la actualidad existen 20 administradoras de fondos de inversión, que administran una cifra cercana a los US\$ 1.250 millones en activos, distribuidos en 29 fondos de inversión.

Un fondo de inversión es un vehículo por el cual los inversionistas entregan dinero a una institución especializada en su administración, para que los invierta bajo ciertas características y condiciones específicas, por un periodo predeterminado, bajo riesgo del inversionista o "aportante".

Para ello, la sociedad administradora constituye un patrimonio independiente para el fondo, en que los inversionistas realizan sus aportes mediante la compra de cuotas. Estas representan el porcentaje del patrimonio de su propiedad. El valor de la cuota evoluciona según el cambio en el valor patrimonial del fondo, que a su vez depende del cambio en el valor de los activos.

Distribución Fondos Inversión (Diciembre 2001)

Tipo Fondo	N° fondos mercado	Activos (MMUS\$)	%
Mobiliarios	11	475	38%
Capital de Riesgo	9	170	14%
Inmobiliarios	9	605	48%

Si bien no existe actualmente una clasificación legal de los fondos, normalmente se distinguen tres grandes grupos de fondos de inversión según el tipo de activos en que concentran sus objetivos de inversión:

- Fondos mobiliarios que invierten en títulos de oferta pública, nacionales o extranjeros, representativos de renta fija o variable.
- de capital de riesgo o desarrollo de empresas, que invierten en papeles de renta fija o variable de compañías o instrumentos no inscritos para su transacción en los mercados de valores nacionales o extranjeros.

- Fondos inmobiliarios, que invierten en bienes raíces o instrumentos representativos de valores relacionados al tema inmobiliario.

Los fondos de inversión se regulan por la ley N° 18.815, por la normativa dictada por la Superintendencia de Valores y Seguros y por los lineamientos contenidos en el reglamento interno de cada fondo. El contenido del reglamento debe ser consistente con la normativa y especificar aspectos tales como los objetivos de inversión, límites de inversión por tipo de instrumentos, duración del fondo, relación con los aportantes y cobro de comisiones, entre otros.

Las transacciones de las cuotas de fondos de inversión en el mercado secundario nacional son escasas o nulas, ya que la mayor parte de los aportantes de los fondos de inversión son institucionales, especialmente AFP's, que mantienen sus inversiones a término. Sin embargo, la menor liquidez se compensa en parte con los dividendos entregados a sus aportantes y por la distribución de su patrimonio a la fecha de término.

CAMBIOS EN CRITERIOS DE APROBACION PARA INSTITUCIONALES

Hasta fines de 2001, la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR) aprobada o desaprobaba la inversión de fondos de pensiones en cuotas de fondos de inversión, según la evaluación que realizaba conforme con su propia metodología.

Sin embargo, acorde a las prácticas de otros sectores del mercado de capitales, la CCR optó por entregar un rol preponderante a los clasificadores de riesgo privados en la evaluación y clasificación de los fondos de inversión, dentro del proceso que sigue para aprobación como instrumentos elegibles.

Estas clasificaciones y los informes que las respaldan, que algunos fondos mantenían de manera voluntaria, deben ser entregados a la Comisión Clasificadora de Riesgo con fecha máxima fijada para el 5 de octubre de 2002, como requisito para su aprobación por parte de ésta. Además, las sociedades administradoras deben comprometerse a mantener de forma continua e ininterrumpida la clasificación de sus cuotas e informar de cualquier antecedente remitido a las Clasificadoras, SVS y aportantes.

De esta manera, para que los fondos de pensiones puedan adquirir cuotas de fondos de inversión, la Comisión Clasificadora de Riesgo debe aprobarlas considerando la clasificación de riesgo privada y los informes elaborados por dos entidades Clasificadores de Riesgo.

METODOLOGIA DE CLASIFICACION FELLER RATE

La clasificación de cuotas de fondos de inversión es una opinión fundamentada e independiente sobre la probabilidad que se cumpla a cabalidad con lo prometido a los aportantes. Esto es, que los recursos sean administrados en forma profesional e idónea, conforme con lo establecido en el reglamento interno y la correspondiente regulación.

Independiente del fondo en análisis, la evaluación se realiza sobre la base de información pública de la administradora, de aquella provista voluntariamente por ella o bien recogida de otras fuentes por Feller Rate. Entre la información requerida se encuentra el reglamento del fondo, informes de cartera y estados financiero, lo que se complementa con información pública, reuniones con la administración superior y con unidades operativas y de control.

La metodología de clasificación de Feller Rate comprende dos procesos concurrentes: la evaluación de la administradora y el análisis de las características del fondo específico.

La evaluación de la administradora entrega una opinión sobre su calidad y la consistencia en su desempeño pasado. El análisis incluye factores cualitativos referentes al management, las políticas de inversión y administración y la propiedad.

La evaluación del management comprende las estructuras de la organización y las personas que ocupan los puestos directivos claves en esa estructura. Una buena evaluación de la administradora requiere que exista consistencia entre la estructura organizacional, la responsabilidad de los cargos y las cualidades y características de las personas que los desempeñan. Entre los aspectos a considerar referentes a los directivos y ejecutivos claves, están: su experiencia, conocimiento del mercado, permanencia en el fondo y presencia en ciclos económicos completos.

Al analizar las políticas de inversión y administración se juzga la consistencia entre los objetivos de inversión, las políticas y procedimientos de inversión, sistemas de control y los potenciales conflictos de interés. En general, la metodología de clasificación de Feller Rate:

- evalúa el grado de detalle y lo explícito que sean los objetivos, políticas y procedimientos de inversión y sistemas de control;

- mide si protegen adecuadamente los intereses de los aportantes y si son adecuados en relación a los objetivos y la estructura de la administradora;
- considera la existencia de potenciales conflictos de interés, cómo se evitan y sus mecanismos de solución.

La evaluación de la administradora considera también aspectos relacionados con sus propietarios. Se trata de medir el grado de compromiso y participación de los dueños de la administradora con ella y con los fondos que administra. Mientras más experiencia en el sector, mejor solvencia, mayor importancia estratégica y economías de escala en el grupo, mejor evaluada es la propiedad. También se consideran potenciales conflictos de interés con los propietarios y otros relacionados y sus mecanismos formales e informales de solución.

El análisis del fondo específico busca determinar el riesgo propio de su cartera de inversiones y otras características, positivas y negativas, particulares del mismo.

El análisis de cartera considera elementos tales como tamaño y madurez del fondo, dispersión de la cuota, participación de mercado, tipo de cartera y expectativas de negocios y la liquidez potencial de la cuota. Además, se estudia la composición de la cartera, se compara su evolución en el tiempo y, cuando corresponde, se contrasta con otros fondos. Este análisis incluye:

- Comparación de los objetivos versus la cartera: se estudia el detalle de la composición de la cartera, su consistencia en el pasado y con los objetivos del fondo. Se evalúa la estabilidad de la cartera, la mayor proporción de cartera en inversiones objetivo y se explican las desviaciones relevantes. Eventualmente, dependiendo del tipo de fondo y composición del portafolio, se ve el detalle del desempeño de cada uno de las inversiones y las expectativas en el futuro en relación a rentabilidad esperado y potenciales benchmarks.
- Desempeño de la cuota: se evalúa la evolución del precio de la cuota y se le compara con fondos similares o benchmark objetivo. Mientras mayor sea la rentabilidad del fondo en relación al benchmark, mejor clasificación manteniendo otras variables constantes.
- Diversificación de cartera: se mide la concentración que presenta el portafolio en términos de deudores, emisores, sectores económicos y ubicación geográfica. Mientras mayor la diversificación, menor la dependencia por un activo o grupo de activos y, manteniendo otras variables constantes, mejor clasificación.

- **Liquidez de fondo y endeudamiento:** se mide si el fondo tiene los recursos suficientes para responder a sus compromisos y sustentar su plan de desarrollo e inversiones. Se mide la consistencia entre la cartera de activos líquidos, deuda exigible y compromisos de inversión.
- **Plazo de duración del fondo:** se evalúa la consistencia del tipo de activos en cartera con la duración del fondo. Se consideran eventuales problemas para la venta de cartera, la velocidad de salida y otras variables de índole temporal.
- **Riesgo de crédito,** en algunos portafolios centrados en renta fija se puede medir el riesgo crédito o solvencia de las inversiones en cartera.

Feller Rate estudia el comportamiento del fondo en cuestión en un periodo del orden de 36 meses. En el caso de fondos nuevos o con poca historia, el análisis de Feller Rate se centra principalmente en la administradora, el reglamento y una revisión general de la cartera actual.

La clasificación final dependerá de la evaluación complementaria entre la administradora y la cartera del fondo. La evaluación de la administradora entrega la cota para la clasificación final de la cuota del fondo; mientras mejor evaluada sea la administradora, mejor la clasificación potencial que puede obtener un fondo.

CATEGORIAS DE CLASIFICACION

Conforme con la Ley de Mercado de Valores, la clasificación de cuotas de fondos de inversión se hace en dos categorías básicas de riesgo: Primera y Segunda Clase. Asimismo,

Feller Rate utiliza cuatro subcategorías (denominadas niveles) para la primera clase, configurando una escala ordenada con un grado creciente de riesgo. Así, las cuotas de Primera Clase se encuentran dentro del denominado “grado inversión” o “investment grade”, elegibles por inversionistas institucionales. Las cuotas de Segunda Clase (o Nivel 5) no son “grado inversión” y no deben ser incorporadas en la cartera de institucionales.

Las definiciones específicas de cada categoría y subcategoría son:

Primera Clase Nivel 1: Cuotas emitidas por fondos que presentan la mayor probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión.

Primera Clase Nivel 2: Cuotas emitidas por fondos que presentan una muy buena probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión.

Primera Clase Nivel 3: Cuotas emitidas por fondos que presentan una buena probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión.

Primera Clase Nivel 4: Cuotas emitidas por fondos que presentan una razonable probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión.

Segunda Clase (Nivel 5): Cuotas emitidas por fondos que presentan una inadecuada probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión.

Aquellos fondos nuevos, o con poca historia como para realizar un análisis completo, se distinguen mediante el sufijo (N).

Oscar Mejias

Tel: (562) 757-0482

oscar.mejias@feller-rate.cl