KONA CAPITAL

TOOLKIT PARA DIRECTORES · FONDOS GENERACIONALES

Cómo leer el riesgo de un fondo generacional

Guía en lenguaje simple para acompañar el reporte de riesgo al directorio: qué preguntar, qué mirar y por qué. A raíz de la discusión actual, una forma de mirar hacia adelante.

Versión plana del reporte navegable al board · ilustrativo — cifras y cartera de ejemplo.



1 · LA PREGUNTA CORRECTA

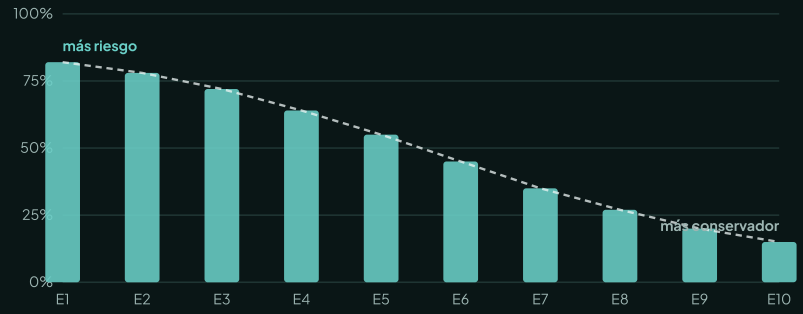
De la discusión actual a una forma de mirar hacia adelante.

Monitorear riesgo no es sólo mirar cuánto se ganó o perdió: es saber **dónde está parado el fondo hoy** y qué podría pasarle.

Los multifondos se controlaban con **muchos límites de cartera**. Los fondos generacionales miden el riesgo **frente a un benchmark**, con menos límites y un sistema de premios y castigos.

> **PRECISIÓN DE CALENDARIO**
> El régimen **todavía no entra en vigencia** — hoy siguen los multifondos. Nos adelantamos a propósito: este Toolkit mira ya el marco que viene.

Activos de crecimiento por etapa · el glide path



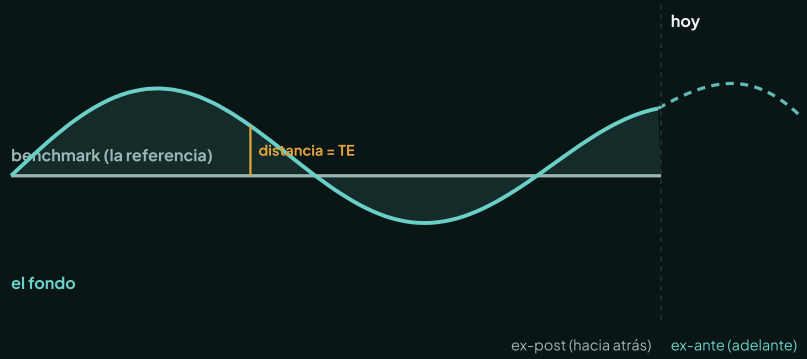
Diez fondos (etapas), uno por tramo de edad: los jóvenes toman más riesgo y el fondo se vuelve más conservador hacia la jubilación. Ilustrativo.

2 · TRES CONCEPTOS ANTES DE LOS NÚMEROS

Riesgo es distancia; el tracking error la mide — hacia adelante y hacia atrás.

Riesgo: cuánto puede apartarse el resultado de lo esperado. **Tracking error (TE)**: cuánto se aparta el fondo de su benchmark — cero = réplica perfecta; es distancia, no pérdida. **Ex-ante** estima hacia adelante con la cartera de hoy (para gestionar); **ex-post** es lo ya ocurrido (la vista regulatoria).

El tracking error como distancia al benchmark



Equipo de réplica → TE pasivo

El riesgo **inevitable** de copiar la referencia: nunca se copia perfecto (acceso, costos, liquidez).

Equipo de riesgo activo → TE activo

Las **posiciones y decisiones activas**, desvíos deliberados para superar al benchmark.

El TE ex-ante total es la combinación de ambos — la columna vertebral del reporte.

3 · RESUMEN EJECUTIVO

Cinco preguntas resumen el reporte — pero el verde no debería dejar tranquilo.

Reporte al board · Tu tablero de una mirada

1 · TRACKING ERROR EX-POST	2 · TRACKING ERROR EX-ANTE TOTAL	3 · LÍMITES DE ASSET ALLOCATION	4 · PREMIO Y CASTIGO	5 · LIQUIDEZ (RCL) Y DERIVADOS (LED)
Cumple · 10/10 etapas	**Cumple · 10/10 etapas**	**Dentro de rango**	**A 250 bp de la banda**	**EM 81% · bajo mínimo**
Lo ya ocurrido vs. el límite de 3,0%. En la punta, máx **1.84%** (E2 · 36-40). En los **últimos 90 días** ninguna etapa lo rompió.	**La vista hacia adelante** vs. 3,0%. En la punta, máx **1.75%** (E1 · <35). Dentro del límite en los **últimos 90 días**.	**Crecimiento, duración** del benchmark de renta fija local y **descalce de moneda.** Las 10 etapas dentro de rango, en la punta y en los últimos 90 días.	Distancia a la banda (**premio** arriba, **castigo** abajo). En la punta, la más ajustada (E4 · 46-50) debería moverse **250 bp** para gatillar. Todas las etapas cumplieron en los **últimos 90 días.**	**RCL EM 81% < 100%** → incumplimiento, requiere acción; USD y DM holgados. LED uso máx **52%** del límite (solo tasa · E6 · 56-60). En la punta y en los últimos 90 días. Detalle en Sección 2.

Captura del reporte navegable al directorio · board_report (Kona). Cartera y cifras ilustrativas.

Cada caja se lee igual: **¿cómo está hoy (en la punta)?** y **¿cómo estuvo en 90 días?**, con un check si se cumple. Si las cinco están en verde, la gestión va en orden.

ADVERTENCIA

El verde es el **principio de la conversación, no el final**: cada caja esconde riesgos que un comité de inversiones debería discutir. No es exhaustivo.

4 · CUADRO 1.1 · ACLARACIÓN CLAVE

No hay un tope global de duración: el tracking error es quien contiene el riesgo de tasa.

Reporte al board · Cuadro 1.1 · los cinco límites, etapa por etapa



Captura del reporte navegable al directorio · board_report (Kona). Cartera y cifras ilustrativas.

Cada barra es **cuánto del límite** consume esa etapa: TE relativo (contra el cap de 3,0%), mercado, tasa, moneda y LED. **Ámbar = excede**.

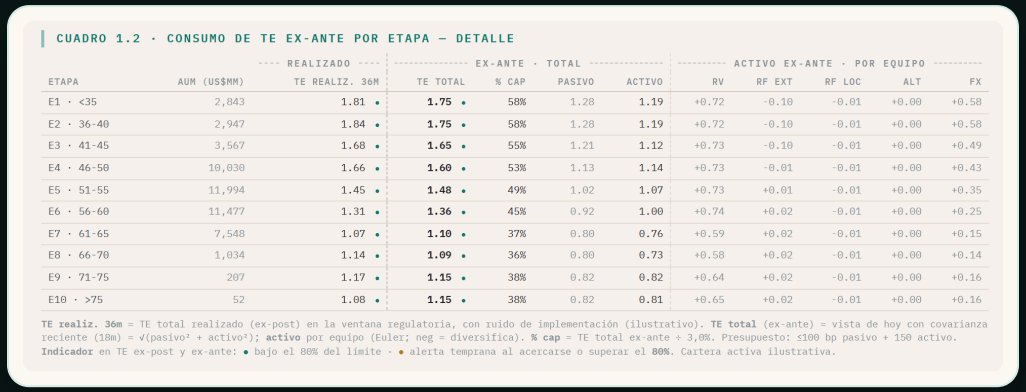
EL INSIGHT

El régimen **no fija un tope único** a la duración del fondo. Toda posición con más sensibilidad a tasa se aparta del benchmark y **consume TE**. La duración del benchmark (E6–E10) y el LED sólo acotan **piezas**.

5 · CUADRO 1.2

El consumo de tracking error, abierto en pasivo y activo.

Reporte al board · Cuadro 1.2 · consumo de TE por etapa



CUADRO 1.2 · CONSUMO DE TE EX-ANTE POR ETAPA — DETALLE

		REALIZADO	EX-ANTE · TOTAL				ACTIVO EX-ANTE · POR EQUIPO				
ETAPA	AUM (US$MM)	TE REALIZ. 36M	TE TOTAL	% CAP	PASIVO	ACTIVO	RV	RF EXT	RF LOC	ALT	FX
E1 · <35	2,843	1.81 •	**1.75** •	58%	1.28	1.19	+0.72	-0.10	-0.01	+0.00	+0.58
E2 · 36-40	2,947	1.84 •	**1.75** •	58%	1.28	1.19	+0.72	-0.10	-0.01	+0.00	+0.58
E3 · 41-45	3,567	1.68 •	**1.65** •	55%	1.21	1.12	+0.73	-0.10	-0.01	+0.00	+0.49
E4 · 46-50	10,030	1.66 •	**1.60** •	53%	1.13	1.14	+0.73	-0.01	-0.01	+0.00	+0.43
E5 · 51-55	11,994	1.45 •	**1.48** •	49%	1.02	1.07	+0.73	+0.01	-0.01	+0.00	+0.35
E6 · 56-60	11,477	1.31 •	**1.36** •	45%	0.92	1.00	+0.74	+0.02	-0.01	+0.00	+0.25
E7 · 61-65	7,548	1.07 •	**1.10** •	37%	0.80	0.76	+0.59	+0.02	-0.01	+0.00	+0.15
E8 · 66-70	1,034	1.14 •	**1.09** •	36%	0.80	0.73	+0.58	+0.02	-0.01	+0.00	+0.14
E9 · 71-75	207	1.17 •	**1.15** •	38%	0.82	0.82	+0.64	+0.02	-0.01	+0.00	+0.16
E10 · >75	52	1.08 •	**1.15** •	38%	0.82	0.81	+0.65	+0.02	-0.01	+0.00	+0.16

TE realiz. 36m = TE total realizado (ex-post) en la ventana regulatoria, con ruido de implementación (ilustrativo). **TE total** (ex-ante) = vista de hoy con covarianza reciente (18m) = √(pasivo² + activo²); **activo** por equipo (Euler; neg = diversifica). **% cap** = TE total ex-ante ÷ 3,0%. Presupuesto: ≤100 bp pasivo + 150 activo. **Indicador** en TE ex-post y ex-ante: • bajo el 80% del límite · • alerta temprana al acercarse o superar el **80%**. Cartera activa ilustrativa.

Captura del reporte navegable al directorio · board_report (Kona). Cartera y cifras ilustrativas.

A la izquierda, el **TE realizado a 36m** (ex-post, la ventana del regulador). A la derecha, el **ex-ante** de hoy abierto en **pasivo + activo** y por clase de activo.

RECOMENDACIÓN

Siempre hay un consumo basal del lado **pasivo**. El directorio debería **fijar un límite de TE activo por etapa**: así sabe cuándo el equipo se acerca al cap sin haberlo decidido.

6 · CUADRO 1.3 · LED

Derivados de tasa frente al LED — y por qué el límite no distingue cobertura de riesgo.

Reporte al board · Cuadro 1.3 · sensibilidad a tasa vs. LED

CUADRO 1.3 · SENSIBILIDAD A TASA — DERIVADOS VS. LÍMITE LED

Qué pierde cada etapa si las tasas suben +100 pb, contra el límite LED.

ETAPA	AUM (US$MM)	SENSIB. NETA /BP	SENSIB. BRUTA /BP	ESTRÉS TASA @ +100 PB (% FONDO)	PÉRDIDA (US$MM)	LED MÁX	USO (SOLO TASA)
E1 · <35	2,843	+0.274	1.270	**1.270%**	−36.1	±3.0%	42.3% •
E2 · 36-40	2,947	+0.274	1.270	**1.270%**	−37.4	±3.0%	42.3% •
E3 · 41-45	3,567	+0.259	1.271	**1.271%**	−45.3	±3.0%	42.4% •
E4 · 46-50	10,030	+0.278	1.287	**1.287%**	−129.1	±3.0%	42.9% •
E5 · 51-55	11,994	+0.298	1.300	**1.300%**	−156.0	±3.0%	43.3% •
E6 · 56-60	11,477	+0.308	1.290	**1.290%**	−148.1	±2.5%	51.6% •
E7 · 61-65	7,548	+0.322	1.279	**1.279%**	−96.6	±2.5%	51.2% •
E8 · 66-70	1,034	+0.321	1.280	**1.280%**	−13.2	±2.5%	51.2% •
E9 · 71-75	207	+0.322	1.279	**1.279%**	−2.6	±2.5%	51.2% •
E10 · >75	52	+0.322	1.279	**1.279%**	−0.7	±2.5%	51.2% •

Salvedad: el LED se mide sobre la **EME**, que es **aditiva**: estrés de **tasa** (peor de 6 escenarios SP) **+** estrés de **moneda** de los derivados que no son cobertura FX. El estrés de tasa es **neto por curva** (CLP netea con CLP, USD con USD) pero **no se netea entre curvas** ni contra la cartera **física** — ahí está el filo: un swap que cubre un bono igual consume LED. Esta tabla muestra **solo el componente de tasa** (proxy +100 pb de Kona), así que el uso del LED es un **piso**.

Las tres salen del **libro de derivados de tasa** partido por curva (CLP · Cámara, USD · SOFR), con overlay (+0.8 año CLP / −0.5 USD). **Sensib. neta /bp** = suma **algebraica** CLP + USD (se compensan) → lo que mueve al fondo, por eso sale chica. **Sensib. bruta /bp** = **|CLP| + |USD|**, neta dentro de cada curva pero **sin netear entre curvas** → la base del LED. **Estrés tasa** = Sensib. bruta × 100 pb (en % del fondo). El LED cuenta la **bruta**, no la neta (límite ≤ 3,0% E1–E5 / 2,5% E6–E10 sobre la EME completa; cobertura de moneda excluida).

Captura del reporte navegable al directorio · board_report (Kona). Cartera y cifras ilustrativas.

Por etapa, cuánto pierde el fondo si las tasas suben **+100 pb** (la sensibilidad de los derivados) contra el **límite LED**. Es la dimensión detrás de la discusión reciente.

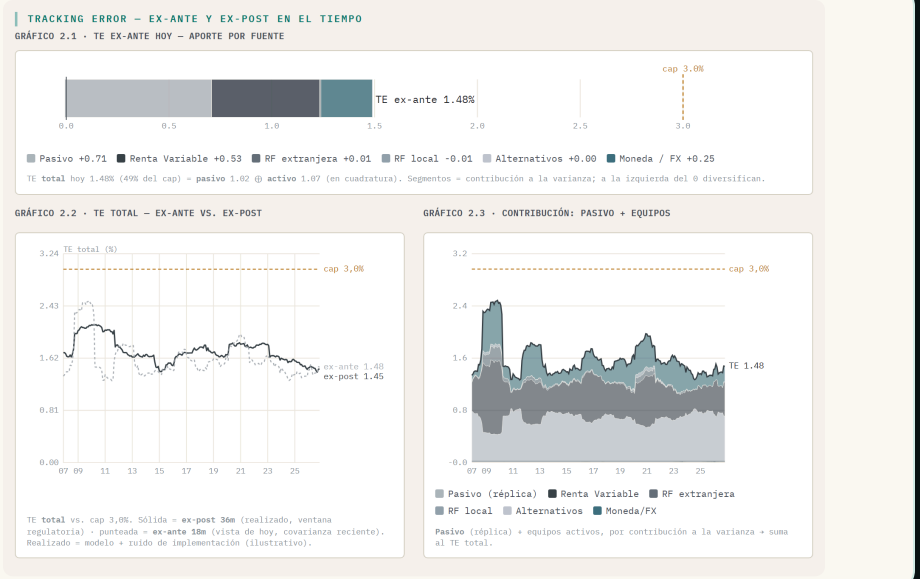
ACOTACIÓN CLAVE

El LED computa el estrés **bruto** sin distinguir si el derivado **reduce o aumenta** el riesgo: puede penalizar una cobertura que baja el TE. El directorio debería fijar explícitamente el límite y el apetito.

7 · SECCIÓN 2 · EL ZOOM A UN FONDO

El detalle baja a una sola etapa — sin estrenar conceptos nuevos.

Reporte al board · TE ex-ante y ex-post de la etapa en detalle



Captura del reporte navegable al directorio · board_report (Kona). Cartera y cifras ilustrativas.

Hasta aquí vimos **todas las etapas** juntas. Desde acá el reporte baja al detalle de **una**: su TE ex-ante mes a mes, descompuesto en **pasivo ⊕ activo** (los segmentos a la izquierda del 0 diversifican).

A la derecha, el **ex-ante vs. ex-post** y la contribución por equipo: el presupuesto de riesgo repartido entre clases de activo.

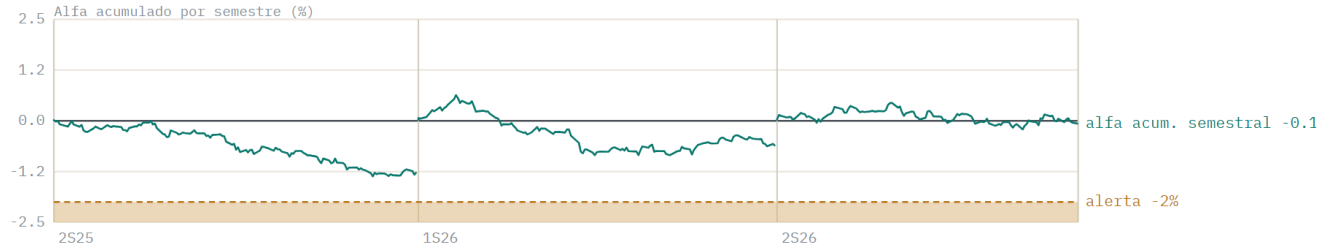
Las etapas jóvenes son intensivas en alternativos (capital calls, riesgos legales), con otras miradas no contempladas aquí.

8 · SECCIÓN 3 · RIESGO ACTIVO

Dónde está puesto el riesgo activo, y si el alfa suma o resta.

Reporte al board · Alfa acumulado por semestre

GRÁFICO 3.1 · ALFA ACUMULADO POR SEMESTRE CALENDARIO · PERFORMANCE, NO REGULATORIO



Alfa acumulado dentro de cada semestre calendario — arranca en **0 el 1-ene y el 1-jul**, independiente de dónde cerró el anterior — vs. la referencia; **performance**, no regulatoria; últimos 3 semestres, retornos diarios ilustrativos. Límite interno **duro −2%** = **escalamiento**. Semestre actual **-0.07%** · mínimo -1.37% · duro -2%.

Captura del reporte navegable al directorio · board_report (Kona). Cartera y cifras ilustrativas.

El **alfa acumulado** contra la referencia muestra si las decisiones activas están sumando o restando. Es **performance, no riesgo regulatorio**; por eso aparece recién aquí.

El reporte marca el **límite duro −2%** que gatilla escalamiento, y detalla las posiciones activas que más aportan al TE (renta variable en visión-precio, tasas en visión-tasa).

9 · FACTORES NO REGULATORIOS

Lo que el régimen no limita: liquidez de las posiciones y la cola de pérdidas.

Reporte al board · Cobertura de liquidez (RCL) y días para deshacer



CUADRO 2.3 · COBERTURA DE LIQUIDEZ (RCL) POR MONEDA

MONEDA	OVERLAY (NOCIONAL)	MARGEN @ESTRÉS	LIQ. DISP.	RCL ACTUAL	RCL SI 100% CLP
USD	10.72%	1.29%	3.0%	233%	125%
Otras DM	4.11%	0.49%	1.2%	243%	127%
EM	6.19%	0.74%	0.6%	81%	21%

Margen = FX adverso 12% × nocional del overlay. RCL < 100% en ámbar (piso regulatorio ≥100%). Última columna = cubrir **todo** a CLP.

CUADRO 2.4 · DERIVADOS DE TASA VS. LÍMITE DE EXPOSICIÓN (LED)

LIBRO DE DERIVADOS DE TASA	DV01 (US$ MIL/BP)	PÉRDIDA @ +100 PB (% FONDO)
Swap Cámara CLP	958	0.80%
Swap SOFR USD	601	0.50%
Estrés tasa · libro derivados (+100 pb)		**1.30% de 3.0% LED → uso 43% (solo tasa)**

Salvedad clave: es el **componente de tasa** de la EME (que suma además la pata de **moneda**, así que el uso del LED es un **piso**). Se mide sobre el **libro de derivados aislado: neto por curva** (CLP, USD) pero **sin netear entre curvas** ni contra la cartera **física** — un swap que **reduce** riesgo igual consume LED. El +100 pb es proxy de Kona (el régimen delega el escenario a la SP).

Captura del reporte navegable al directorio · board_report (Kona). Cartera y cifras ilustrativas.

Días de liquidez: cuánto tardaría el fondo en deshacer posiciones sin mover el mercado. Métrica **muy ausente** de la discusión reciente — posiciones en tasa que equivalían a **varios días** de transacción del mercado de swaps en dólares.

CVaR y caída máxima: cuán gorda es la cola de pérdidas y cuál fue el peor retroceso. El régimen no lo presupuesta, pero conviene tenerlo a la vista.

EN SÍNTESIS

Las cinco preguntas que un director debería poder responder.

1. Está el fondo **dentro de su límite de tracking error** — hoy y en los últimos meses?
2. Está el **riesgo activo presupuestado**, o el equipo se acerca al límite sin que lo hayamos decidido?
3. Estamos **lejos del castigo** y con una expectativa razonable de **premio**?
4. Puede el fondo **responder a su caja** bajo estrés, y están los **derivados de tasa** dentro de lo aprobado?
5. Qué **riesgos no regulatorios** — cola, liquidez de posiciones, alternativos — deberíamos discutir igual?

Ninguna se responde con un solo número. El Toolkit — este deck y el reporte navegable — busca que un director sepa **qué preguntar y qué mirar**.

KONA CAPITAL

Sistematicidad · Filosofía · Implementación

Experiencia real en los mayores asset managers de Latinoamérica, llevada a proceso, sistematicidad e implementación.