

INS INVERSIONES SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN

Sesión Ordinaria: 1432009

Información financiera no auditada: al 30 de Setiembre del 2009

Contactos:	Gary Barquero	Gerente General	gbarquero@scriesgo.com
	Eduardo Monge Montes	Gerente Técnica	emonge@scriesgo.com
	Rodrigo Calvo	Analista Junior	rcalvo@scriesgo.com

A continuación se presenta el análisis de los fondos de inversión administrados por INS Inversiones SAFI con información financiera no auditada al 30 de Setiembre del 2009.

Con base en esta información, se otorgaron las siguientes calificaciones para los fondos financieros de INS Inversiones SAFI.

Fondo de Inversión	Calificación Actual	Calificación Anterior
F.I. No Diversificado INS Liquidez Colones	scr AA-f 2	scr AA-f 2
F.I. No Diversificado INS Liquidez Dólares	scr AAf 3	scr AA f 3
F.I. No Diversificado INS Liquidez Público Colones	scr AA-f 2	scr AA-f 3
F.I. No Diversificado INS Liquidez Público Dólares	scr AA-f 3	scr AA-f 3

La calificación **scrAAf** se otorga a aquellos fondos cuya "calidad y diversificación de los activos del fondo, fortalezas y debilidades de la administración proporcionan una muy alta seguridad contra pérdidas provenientes de incumplimientos de pago. Nivel Muy Bueno."

Las calificaciones desde "scr-AAf" a "scr- Cf" pueden ser modificadas por la adición del signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías.

Con relación al riesgo de mercado la **categoría 2** se refiere a fondos con "moderada sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado" y la **categoría 3**

a fondos con "alta sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado".

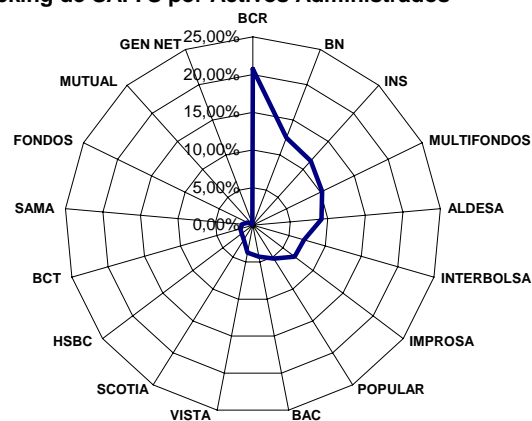
1. INS INVERSIONES SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN

En Sep-09, INS INVERSIONES SAFI S.A, administra activos por €187.313,10 millones, lo que significa un aumento de 84,18% con respecto al año anterior, y un aumento de 3,42% en forma trimestral.

De esta manera, la SAFI se ubica en el puesto No.3 de las 17 Sociedades Administradoras que componen este sector en el país, con una participación de mercado de 11,47%.

A continuación se presenta un gráfico comparativo de las SAFIS por montos de sus activos totales administrados.

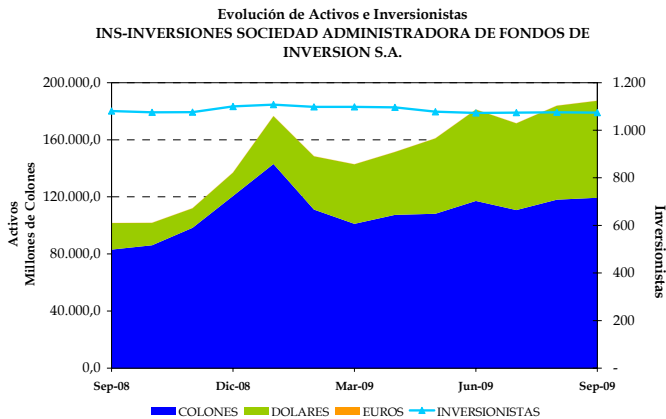
Racking de SAFI'S por Activos Administrados



La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana S.A. basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. No considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en la Superintendencia General de Valores, Bolsas de Valores y puestos representantes"

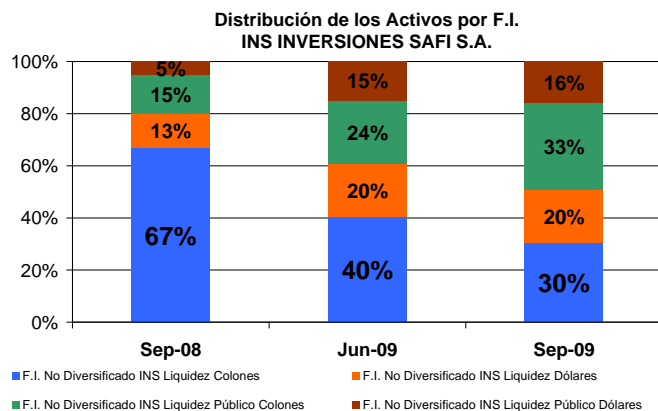
En Sep-09, el número de inversionistas es de 1.074, creciendo 0,65% con respecto al trimestre anterior y disminuyendo 0,65% en el último año, cuando perdió en términos absolutos 7 participantes. En cuanto al número de inversionistas, esta SAFI tiene una participación de 3,34% en el mercado, lo cual la ubica en el puesto No.10, manteniendo una posición relativa similar en el trimestre anterior.

El gráfico a continuación muestra la evolución de activos y número de inversionistas en el último año.



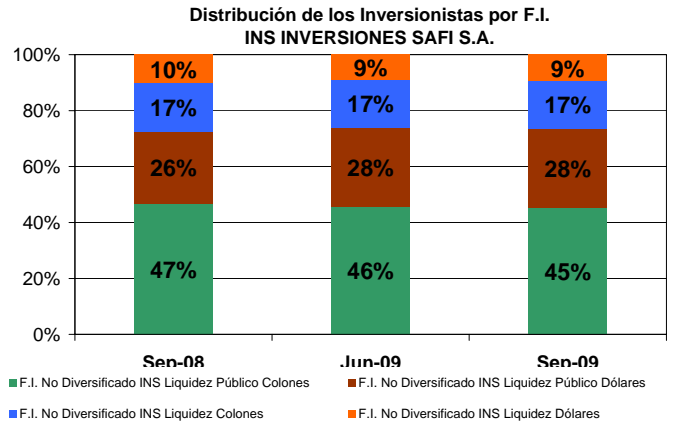
La totalidad de los fondos pertenecen al mercado de dinero, de los cuales el 63,73% se encuentran en colones y 36,27% restante en dólares.

Con respecto a la distribución de los fondos por activos, el que mayor importancia relativa posee es el fondo INS Liquidez Público Colones seguido por el Liquidez Colones, mientras que en tercer y cuarto lugar se encuentran INS Liquidez Dólares e INS Liquidez Público Dólares. Resulta importante señalar que hasta el trimestre anterior el fondo INS Liquidez Colones era el que mayor importancia relativa mostraba; sin embargo, la reducción de 36,16pp lo llevó a perder el primer lugar.



Por otro lado, la participación de los fondos en la SAFI por el número de inversionistas es muy estable. Por ejemplo, el fondo INS Liquidez Público Colones, el de mayor importancia relativa, disminuyó 1,37pp mientras que el

fondo INS Liquidez Público Dólares aumentó 2,50pp en detrimento de los otros tres fondos.



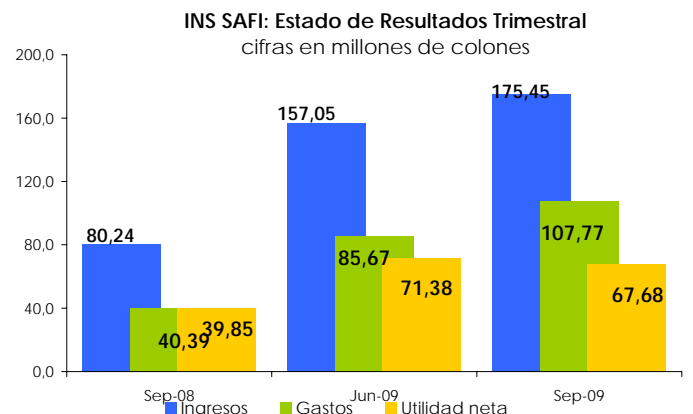
1.1. Situación Financiera de la SAFI

Con relación a la situación financiera de la SAFI en Sep-09, se reporta una utilidad neta de €67,67 millones implicando un incremento de 69,83% con respecto a Sep-08, cuando acumuló €39,85 millones; sin embargo, el elevado crecimiento en los ingresos generó una leve desmejora en el indicador de margen neto, el cual pasa de 49,66% en Sep-08 a 38,57% en Sep-09.

Como se mencionó anteriormente, anualmente hay un mejoramiento en la utilidad; no obstante, ésta disminuye trimestralmente debido al mayor crecimiento de los gastos (166,83%) con respecto a los ingresos (118,66%)

Los ingresos suman €175,45 millones, y su principal partida es la cuenta de Comisiones por administración de fondos con una participación superior al 70,00% del total de ingresos.

Con respecto a los gastos, éstos suman €107,77 millones en Sep-09, y están compuestos principalmente por los Gastos de personal los cuales representan el 66,64%.



En cuanto a las principales cuentas del Balance de Situación de la SAFI, en Sep-09 los activos suman €4.028,96 millones, lo que implica que éstos aumentaron tanto anual como trimestralmente en 30,97% y 7,34%,

respectivamente. Asimismo, el patrimonio alcanza ¢3.749,47 millones y éste aumenta anualmente en 1,20 veces y en forma trimestral en 13,93%. Por otro lado, el pasivo total suma ¢279,49 millones, producto del aumento anual de 27,11% y trimestral de 6,88%.

Con respecto a la composición de los activos, la cuenta más representativa es Inversiones disponibles para la venta alcanzando un 85,65% del total de activos. La otra cuenta en orden de importancia es cuentas y comisiones por cobrar, la cual representa en Sep-09 el 2,54% del total de activos.

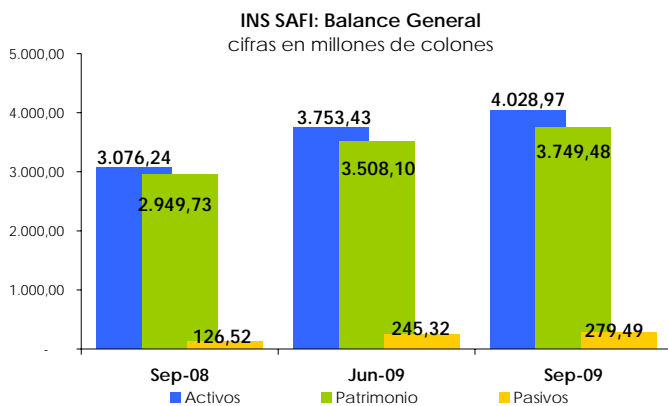
Por su lado, los pasivos están conformados principalmente por las cuentas y comisiones por pagar que representan el 84,87% del total de pasivos.

Con respecto al Patrimonio, la principal cuenta que lo compone es el capital social, cuenta que representa el 71,35%, y el resultado del periodo con un 16,08%.

Debido a que la cuenta de pasivos en Sep-09 es 120,91% mayor a la presentada en Sep-08 y el patrimonio aumentó en mucha menor medida, el indicador de pasivos totales a patrimonio aumentó, al pasar de 0,04 a 0,07 veces.

De la misma manera, debido a que las Utilidades netas aumentaron en mayor medida que el patrimonio, el rendimiento sobre el patrimonio experimentó una mejora anual, pues el indicador pasó de 1,35% a 1,80%. Asimismo, el indicador del rendimiento de operación sobre activos se ve afectado positivamente en el mismo periodo, debido a la expansión en la cuenta de utilidad neta.

A continuación, la evolución de las principales cuentas del Balance General.



En el siguiente cuadro se muestra los principales indicadores financieros antes comentados.

Indicadores	Sep-08	Jun-09	Sep-09
Pasivos Totales / Patrimonio	0,04	0,07	0,07
Gastos Totales / Ingresos Totales	0,50	0,55	0,61
Margen neto	49,66%	45,45%	38,57%
Rendimiento operación s/ activos	1,30%	1,90%	1,68%
Rentabilidad s/ patrimonio	1,35%	2,03%	1,80%

1.2. Hechos Relevantes

El 12 de agosto del 2009 se comunica la decisión de aceptar la renuncia del señor Roberto Segura Calderón, Secretario de la Junta Directiva de INS INVERSIONES SAFI S.A. así como el nombramiento del señor Edgar Brenes André en sustitución del primero.

El 11 de setiembre de 2009 se comunica el cambio en las comisiones cobradas por los fondos de la siguiente forma:

Fondo de Inversión	Comisión Anterior	Comisión Actual
F.I. No Diversificado INS Liquidez Colones	0,90%	1,00%
F.I. No Diversificado INS Liquidez Dólares	0,65%	0,40%
F.I. No Diversificado INS Liquidez Público Colones	1,30%	1,45%
F.I. No Diversificado INS Liquidez Público Dólares	0,40%	0,25%

2. FONDOS DE INVERSIÓN FINANCIEROS

2.1. F.I. NO DIVERSIFICADO INS LIQUEZ COLONES.

Calificación de Riesgo:	scrAA-f
Riesgo de Mercado:	2

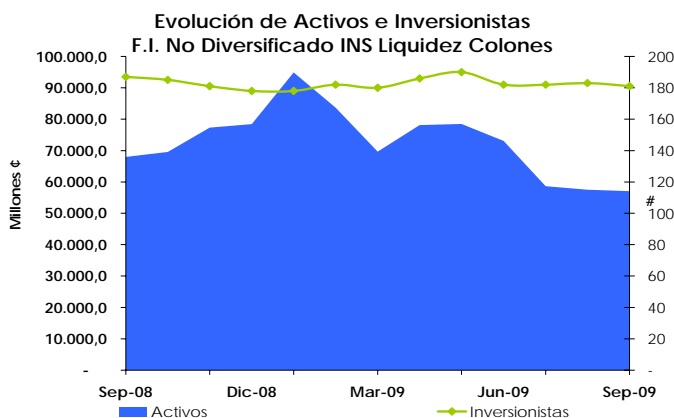
F.I. No Diversificado INS Liquidez Colones	
Mecanismo de redención	Abierto
Objetivo	Mercado de dinero
Serie	No serrado
Cartera	Pública y Privada (Nacional)
Mercado	Nacional e Internacional
Moneda en la que invierte	Colones
Moneda de redención	Colones
Plazo mínimo recomendado	1 día
Plazo de reembolso	Máximo de hasta 1+3
Inversión inicial mínima	¢100.000,00
Cargos de comisión	Máximo de 5% sobre los activos neto

Durante el tercer trimestre del 2009 el F.I. INS Liquidez Colones se ubica en la primera posición en el ranking de fondos del mercado de dinero en colones por activos, con una participación de mercado de 12,71%. A setiembre del 2009 los activos del fondo ascienden a ¢57.070,93 millones, esto significa una reducción anual de 16,03% y trimestral del 21,87%.

La composición del activo muestra una creciente en la participación de caja y bancos llegando a representar más del 50,00% de los activos.

Asimismo, la cantidad de inversionistas llega a 181, 6 menos que hace un año y 1 menos que el trimestre anterior, implicando una participación de mercado del 2,20% ubicándose en el treceavo lugar del ranking por inversionistas.

El grado de concentración de los principales inversionistas se mantiene elevado con una participación de 60,89% para el principal inversionista, 97,13% para los 5 mayores y 97,13% en el caso de los 20 mayores inversionistas.



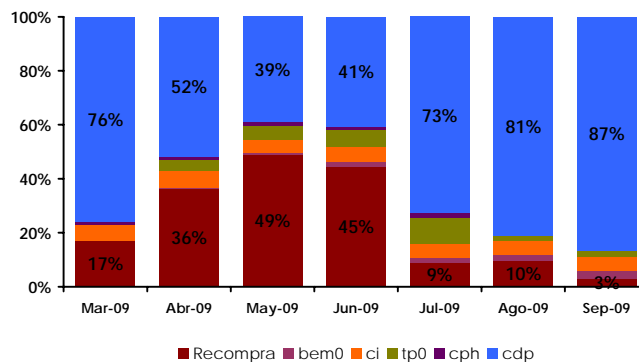
2.1.1. ACTIVOS ADMINISTRADOS

Durante el tercer trimestre del 2009, el fondo invierte tanto en el sector público como en el privado, con un promedio trimestral de 40,17% en el sector público y 59,83% en el sector privado.

La estructura de la cartera por emisor esta formada por el Banco Popular y Desarrollo Comunal como principal emisor con un 37,50%, seguida por el Banco Nacional de Costa Rica (BNCR) con un 27,81% y en tercer Copeeservidores (CSERV) con un 10,39%, mientras que el 24,30% restante lo componen emisores cuya participación no supera el 7,00%.

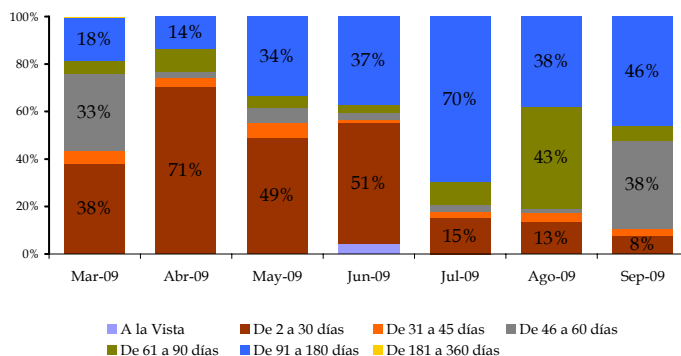
La composición por instrumentos muestra una significativa concentración en certificados de depósito a plazo (cdp's) constituyendo el 86,53% de la cartera, cuyos principales emisores son el BPDC y el BNCR. El 13,47% restante se distribuye entre ci, tp0, bem0 y Recompras.

COMPOSICIÓN DE CARTERA POR INSTRUMENTO FONDO DE INVERSION NO DIVERSIFICADO INS LIQUIDEZ COLONES



Las inversiones con vencimiento de 91 a 180 días(46,02%) y de 46 a 60 días(37,50%) son las que mayor importancia tienen, en tercer lugar se encuentran los instrumentos con vencimiento de 2 a 30 días con un 7,67%, en cuarto lugar los instrumentos con vencimiento de 61 a 90 días con un 6,15% y en último lugar aquellos de 31 a 45 días con un 2,67%.

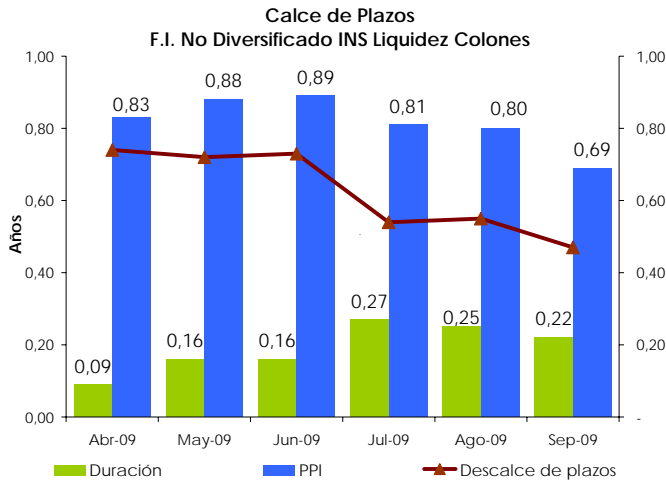
COMPOSICIÓN DE CARTERA POR PLAZO FONDO DE INVERSION NO DIVERSIFICADO INS LIQUIDEZ COLONES



Estos cambios en los plazos generan una reducción en la duración de la cartera llegando a 0,22 años, superior al promedio del mercado de 0,17 años. Al comparar el vencimiento promedio de la cartera activa contra la cartera pasiva se observa un buen calce de plazos entre ambas, pues el Plazo de Permanencia del Inversionista (PPI) es de 0,89 años.

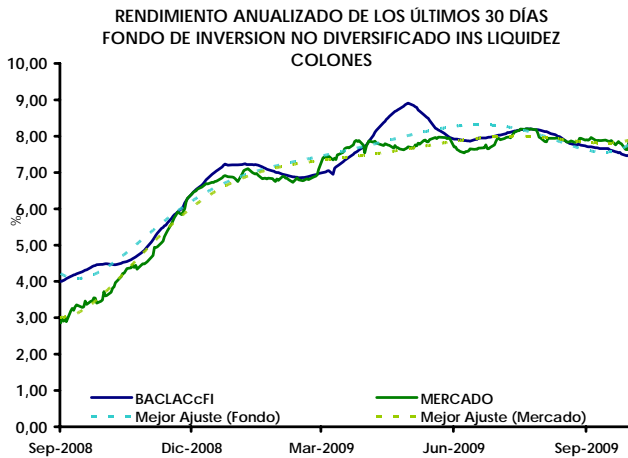
La duración modificada presenta un comportamiento similar al de la duración con un valor de 0,21%, inferior al mercado, esta situación resulta positiva ante las variaciones en las tasas de interés del mercado costarricense.

A continuación se muestra la evolución del calce de plazos.



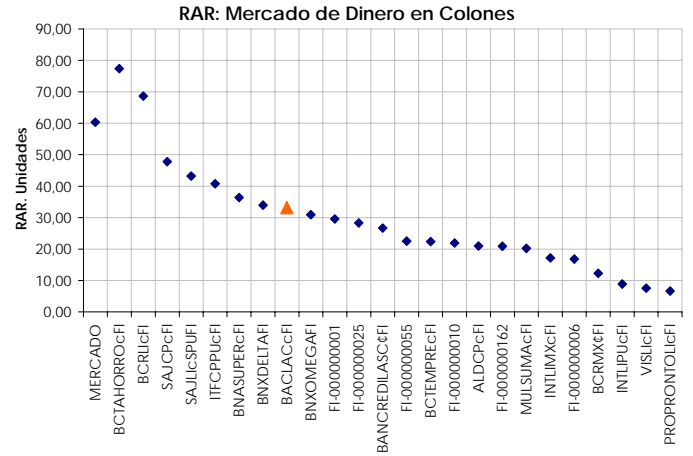
2.1.2. RIESGO- RENDIMIENTO

Durante el 2009, los fondos de inversión pertenecientes al mercado de dinero en colones han presentado una clara tendencia al alza, situación que también se presenta en el F.I. INS Liquidez Colones, que presenta un rendimiento promedio trimestral de 7,90% inferior al promedio del mercado con 7,94%,.



A pesar del menor rendimiento del fondo con respecto al mercado su nivel de riesgo se muestra inferior alcanzando 0,24pp mientras que el mercado llega 0,13pp. Por lo tanto, la combinación del rendimiento y del riesgo genera un coeficiente de variación levemente superior al del mercado siendo el primero de 0,03pp y el segundo de 0,02pp.

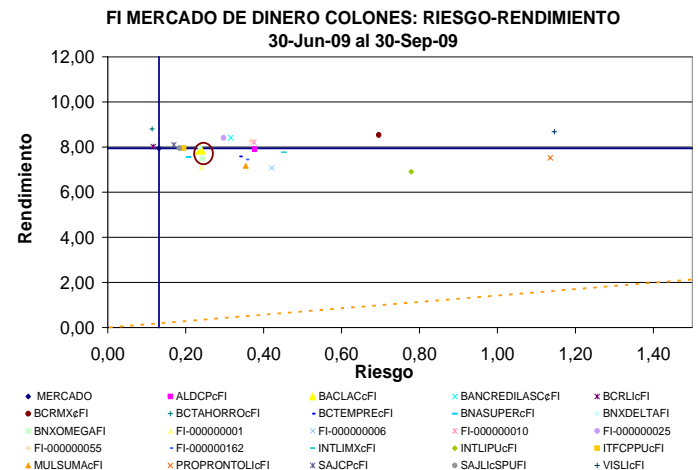
Además, el rendimiento ajustado por riesgo es de 33,98%, ubicándose en la octava posición en el ranking de fondos de mercado de dinero en colones, tal y como se observa en el siguiente gráfico.



En el caso del coeficiente beta, este aumenta de forma significativa entre el trimestre actual y el anterior pasando de tener una reacción del 26% a una sobre reacción del 41% ante movimientos del mercado, sugiriendo variaciones importantes en la composición de la cartera del fondo.

FONDO DE INVERSION NO DIVERSIFICADO INS LIQUEDEZ COLONES				
Indicador	30-Jun-08 al 30-Sep-08	30-Mar-09 al 30-Jun-09	30-Jun-09 al 30-Sep-09	Mercado 30-Jun-09 al 30-Sep-09
PROMEDIO	3,76	8,22	7,90	7,94
DESVSTD	0,42	0,37	0,24	0,13
COEFVAR	0,11	0,04	0,03	0,02
MAXIMO	4,47	8,91	8,20	8,20
MINIMO	3,18	7,70	7,46	7,63
BETA	0,96	0,26	1,41	n.a.

Al analizar en forma conjunta el riesgo y el rendimiento del fondo se ubica el fondo en el cuarto cuadrante, cuando el trimestre anterior se logró ubicar en el segundo.



2.2. F.I. NO DIVERSIFICADO INS LIQUIDEZ DÓLARES

Calificación de Riesgo:	scrAAf
Riesgo de Mercado:	3

El Fondo de Inversión No Diversificado INS Liquidez Dólares está dirigido a inversionistas, ya sean físicos o jurídicos, que requieren manejar sus recursos líquidos de forma oportuna, es una alternativa de inversión a corto plazo.

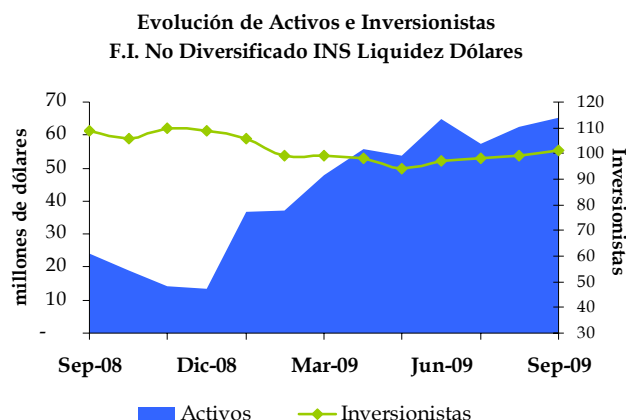
Tabla con características generales

F.I. No Diversificado INS Liquidez Dólares	
Mecanismo de redención	Abierto
Objetivo	Mercado de dinero
Series	No seriado
Cartera	Pública y Privada
Mercado	Nacional e internacional
Moneda en la que invierte	Dólares
Moneda de redención	Dólares
Plazo mínimo recomendado	1 día
Plazo de reembolso	T+1 días con un máximo de hasta t+3
Inversión inicial mínima	\$1.000
Cargos de comisión	Máximo de 5% sobre el activo neto

Tal como se aprecia en el gráfico de activos-inversionistas que adelante se presenta, desde principios del 2009 los activos administrados del fondo han tendido al alza. Pese a algunas salidas de capital que en el periodo se han dado, el monto alcanzado a Sep.09 de \$65,08 millones superan en más de un 150% el registrado un año atrás, similar tasa de crecimiento observada tres meses atrás. Dado lo anterior, el fondo se muestra como el cuarto del mercado, según volumen de activos, similar posición que ocupara el trimestre anterior, pero que ha mejorado a lo largo del último año.

Pese al aumento de activos, de Sep.08 a Sep.09 los inversionistas incluso han disminuido ligeramente en dicho periodo, lo que señala un aumento en la concentración de los aportes realizados por los inversionistas que forman parte del fondo. Es importante mencionar que dentro de los principales participantes se encuentran el Banco Popular de Desarrollo Comunal y del Instituto Nacional de Seguros, que entre ambos aportaron más del 90,00% del capital del fondo entre Jul.09 y Sep.09. Se debe hacer hincapié en que el prospecto del fondo no establece límites para esta concentración; sin embargo, ello podría llegar a traducirse en un riesgo de liquidez, volviendo aún más relevante la administración de ésta y el conocimiento

del cliente. Así, considerando el total de los inversionistas del fondo, es preciso señalar que el 0,99% de los inversores del mercado (participación del fondo dentro del total) aportan el 7,43% de los activos administrados totales en el mercado.



Una característica presente en la composición del activo del fondo, es el aumento de la liquidez, para Ago.09 y Sep.09, periodos en los cuales se mantuvo de 23% a 32% de los activos en Caja y Bancos. No obstante, de Abr.09 a Jul.09, meses en los cuales se dieron ingresos importantes de capitales, no se mantuvo dicha política, por lo que estos cambios parecen no responder a una estrategia estable que haya implementado el fondo.

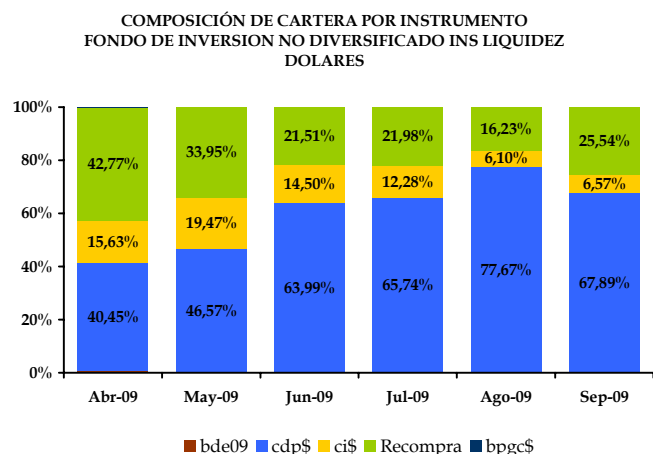
A la alta concentración de la cartera pasiva y la escasa proporción de activos líquidos que ha prevalecido en el último semestre; se adiciona el predominio de un descalce desfavorable a la liquidez del fondo, entre el plazo promedio de permanencia del inversionista (PPI) y el plazo promedio de recuperación del principal en el portafolio. Todos estos factores suponen un riesgo de liquidez al que ha estado expuesto el fondo, en los últimos meses. La brecha entre la duración y PPI, es el único elemento que disminuye considerablemente en Sep.09.

2.2.1. **ACTIVOS ADMINISTRADOS EN CARTERA**

Como parte de las características del fondo, tanto inversiones del sector privado como público pueden formar parte de la cartera, no obstante, ha prevalecido una concentración en el sector público. Para el último trimestre el 80,54% del portafolio, en promedio, se ha dirigido hacia ese sector (72,40%, en el trimestre previo). Lo anterior es producto de importantes inversiones en títulos emitidos por el Banco Nacional de Costa Rica (BNCR). Otros emisores que figuran dentro del portafolio son el Fideicomiso de Titularización Cariblanco, Gobierno, Fideicomiso de Titularización P.T Garabito, entre otros. Para Sep.09 forman parte de la cartera del fondo, 12 emisores, diversidad semejante a la observada en el trimestre anterior.

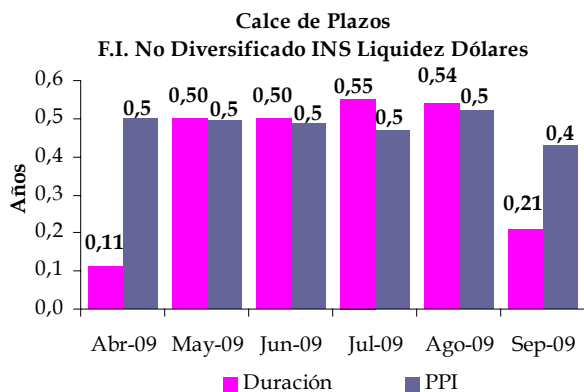
Aún con la diversidad de emisores mencionada, el fondo ha tendido a concentrar sus inversiones en certificados de

depósito a plazo en dólares (cdp\$), tal como se observa a continuación.



Un aspecto a destacar es que por sus características particulares, las recompras y los cdp suelen ser instrumentos no estandarizados, y por tanto poco negociables una vez que se han pactado. Sin embargo un aspecto importante es la concentración de las inversiones en el corto plazo, con lo cual se mitiga el riesgo de tener que el fondo se vea en la necesidad de buscar compradores de dichos instrumentos ante salidas abruptas de capitales. En este sentido, aún cuando en el último trimestre se han realizado inversiones a mayores plazos, afectando la duración, más del 50,00% del portafolio se mantiene a menos de 45 días. Así, la duración aumentó para el periodo de May.09 a Ago.09, para volver a disminuir en Sep.09, en parte debido a que se realizaron inversiones a la vista en dicho mes.

Al relacionar el periodo promedio en que el fondo tarda en recuperar el principal invertido, con el periodo promedio de permanencia del inversionista (PPI), se observan descalces desfavorables a la liquidez del fondo durante el último semestre, situación que se mejora en Sep.09, favoreciendo al fondo, tal como se observa en el gráfico siguiente.



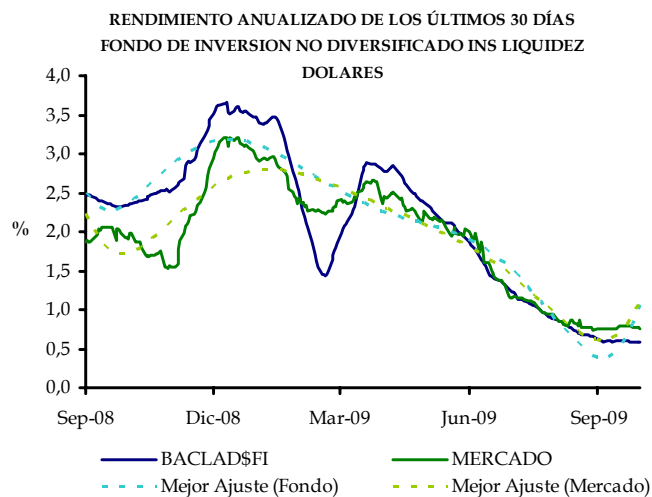
Paralelamente, la duración modificada (DM) del portafolio exhibe la misma evolución de la Duración de Macaulay, de tal forma, al igual que la duración, el riesgo de tasa se incrementó en los últimos meses, volviendo a

disminuir para Sep.09. A excepción de Abr.09 y Sep.09, en todos los meses de dicho periodo, el riesgo de tasa del fondo superó el del mercado. Este indicador sugiere que los activos del fondo son más sensibles ante variaciones en las tasas de interés, que el promedio del mercado.

Con respecto al desempeño del fondo en el manejo de los recursos, se debe indicar que en el último año prácticamente no se han registrado ganancias o pérdidas netas por venta y valoración de títulos, por lo que las variaciones en los activos responden básicamente al ingreso o salida de inversionistas.

2.2.2. RIESGO- RENDIMIENTO

Históricamente el rendimiento del fondo se ha mostrado superior al del mercado, no obstante, desde finales del, cuando los certificados de depósitos reportaban rendimientos importantes, la relación entre el rendimiento del fondo y el de mercado no ha sido en un solo sentido, lo que se observa claramente es una tendencia a la baja de ambos rendimientos, a través de la línea de mejor ajuste. Esto se refleja en la caída del promedio trimestral, el cual ha pasado de 2,09% a 0,81% en el caso del fondo, lo que significa una contracción mayor a un 60,00% en sólo seis meses.

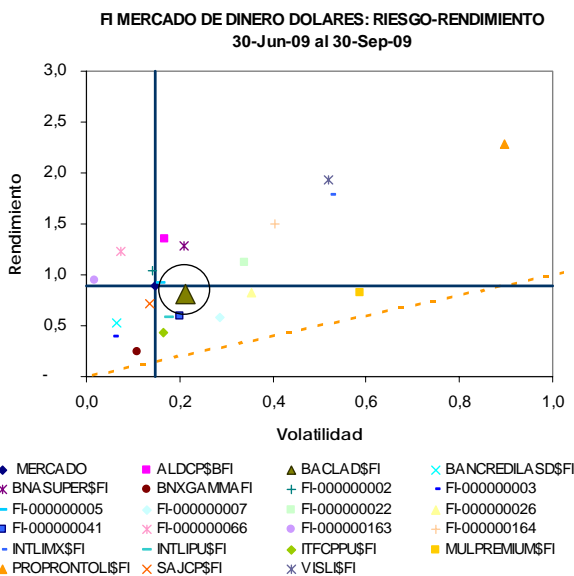


Aspectos positivos desde el punto de vista de riesgos es la disminución de la volatilidad, que al igual que en el caso del rendimiento, se redujo en forma trimestral, mismo comportamiento que mostrara en el periodo anterior. Pero aún cuando se mantiene estable el coeficiente de variación, respecto del periodo anterior, si se le compara con un año atrás, la desmejora en la relación de riesgo-rendimiento que asume el inversionista es clara. A su vez, el coeficiente de variación del fondo supera al de mercado, en reflejo de mayores unidades de riesgo asumidas por el inversionista del fondo en relación al promedio del mercado. De forma similar se comporta el coeficiente beta, que refleja mayor sensibilidad ante cambios en el rendimiento del mercado.

A diferencia del trimestre anterior, los factores comentados indican una leve desmejora en los últimos tres meses, en cuanto a la sensibilidad de los rendimientos del fondo.

FONDO DE INVERSION ND INS LIQUIDEZ DOLARES				
Indicador	30-Jun-08 al	30-Mar-09	30-Jun-09 al	Mercado 30-Jun-09
	30-Sep-08	al 30-Jun-09	30-Sep-09	al 30-Sep-09
PROMEDIO	2,38	2,09	0,81	0,89
DESVSTD	0,13	0,49	0,21	0,15
COEFVAR	0,06	0,23	0,26	0,16
MAXIMO	2,56	2,85	1,24	1,18
MINIMO	2,15	1,24	0,58	0,74
BETA	0,25	1,31	1,40	n.a.

Como producto de la contracción del rendimiento, incluso mayor al del mercado, el fondo ha pasado de ubicarse en el tercer cuadrante al cuarto. Dichos cuadrantes se forman a partir de la posición del mercado en cuanto a volatilidad y rendimiento, de modo que cada uno de ellos refleja relaciones distintas entre ambas variables. En este caso, el cuarto cuadrante es el escenario más desfavorable de los cuatro posibles, debido a que relaciona menores rendimientos que el promedio con volatilidades superiores.



2.3. F.I. NO DIVERSIFICADO INS LIQUIDEZ PÚBLICO COLONES

Calificación de Riesgo:	scrAA-f
Riesgo de Mercado:	2

F.I. No Diversificado INS Liquidez Público Colones	
Mecanismo de redención	Abierto
Objetivo	Mercado de dinero
Serie	No seriado
Cartera	Publica
Mercado	Nacional
Moneda en la que invierte	Colones
Moneda de redención	Colones
Plazo mínimo recomendado	1 día
Plazo de reembolso	T+1 días con un máximo de T+3
Inversión inicial mínima	100.000,00
Cargos de comisión	Máximo de 5% sobre los activos neto

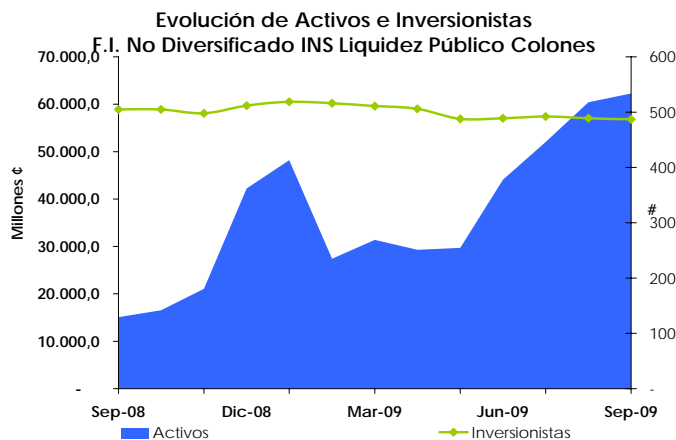
En el mes de setiembre del 2009 se presenta un importante incremento en los activos administrados por el F.I. INS Liquidez Público Colones, a esta fecha los activos suman €62.297,34 millones, lo cual da como resultado una participación de mercado de 13,88%, y ubica al fondo en la tercera posición en el ranking de fondos. Es importante resaltar el importante aumento que han presentado los activos del fondo en lo extenso del último año con un crecimiento interanual de 312,52%.

La composición del activo revela una mayor participación en valores negociables locales dentro del activo representando el 91,43%, mientras que el restante 7,88% se encuentra en caja y bancos.

La tendencia de los inversionistas es bajista, a pesar de que se presentan meses en los que aumenta la cantidad de inversionistas. A setiembre del 2009, la cantidad de inversionistas asciende a 487, lo cual significa 18 inversionistas menos en el año y 2 menos en el trimestre.

Con respecto a la concentración por inversionistas el 35,22% de los activos le pertenecen al primer inversionista, los primeros cinco representan el 67,29% y los mayores 20 el 90,94%.

En la siguiente figura se aprecia la evolución de los activos y los inversionistas durante el último año.

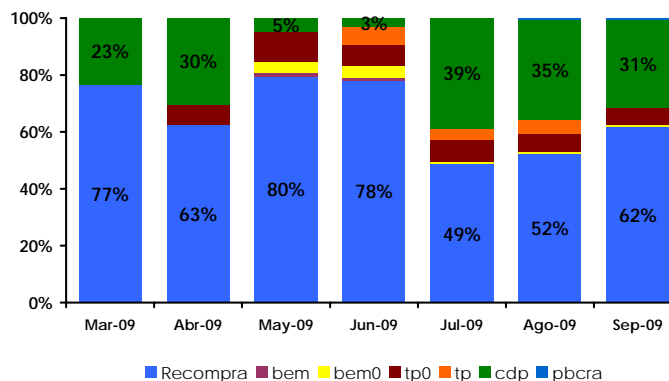


2.3.1. ACTIVOS ADMINISTRADOS

Según lo establecido en el prospecto del fondo, este está autorizado para invertir únicamente en el sector público, siendo los principales emisores el Gobierno (37,42%), el BNCR (34,56%) y el BCCR (24,95%), mientras que el restante 3,07% se lo reparten Bancrédito (BCAC) y Banco de Costa Rica (BCR).

Por instrumento de inversión la cartera se concentra en operaciones de recompras que tienen diversos instrumentos como subyacentes entre ellos: tp, tptba, tudes, bem, bem0, bemv, y cdp's. El porcentaje de este instrumento es de 61,82%. En segundo lugar los cdp's acaparan el 31,29%, en tercer lugar los tp0 con un 5,67%, mientras que el restante 1,23% se lo reparten los bonos de estabilización monetaria (bem0) y pbkra.

COMPOSICIÓN DE CARTERA POR INSTRUMENTO
FONDO DE INVERSIÓN NO DIVERSIFICADO INS LIQUIDEZ PÚBLICO COLONES

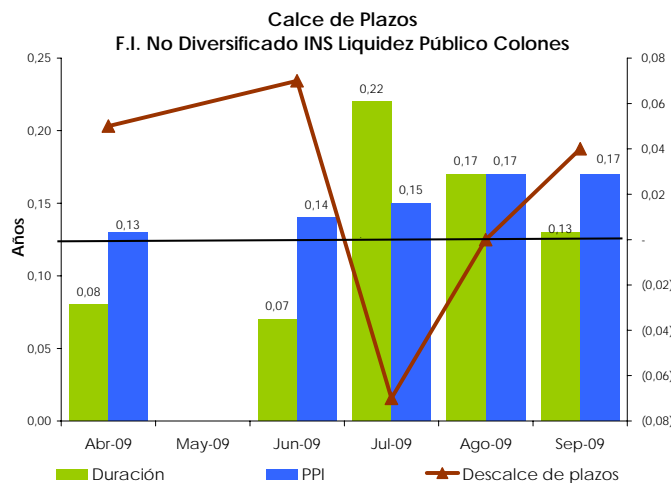


Al cierre de setiembre de 2009 el 45,12% de la cartera se encuentra invertido en instrumentos cuyo vencimiento es de 2 a 30 días, seguido por aquellos cuyo vencimiento es de 91 a 180 días con un 33,85%, en cuarto lugar los instrumentos con vencimiento de 31 a 45 días, y en último lugar el 9,47% a la vista.

Con relación a junio del 2009 la duración de Macaulay aumenta hasta llegar a 0,13 años; sin embargo, se mantiene en un nivel inferior en comparación al mercado. Situación similar se reporta con la duración modificada que alcanza un valor de 0,12%, inferior al mercado, se debe acotar que esto resulta positivo ante las variaciones que se presentan en las tasas de interés del mercado.

Durante el 2009 no se han presentado descalces de plazos entre la cartera activa y la cartera pasiva del fondo, destacando que esta situación ayuda a subsanar el alto grado de concentración del fondo.

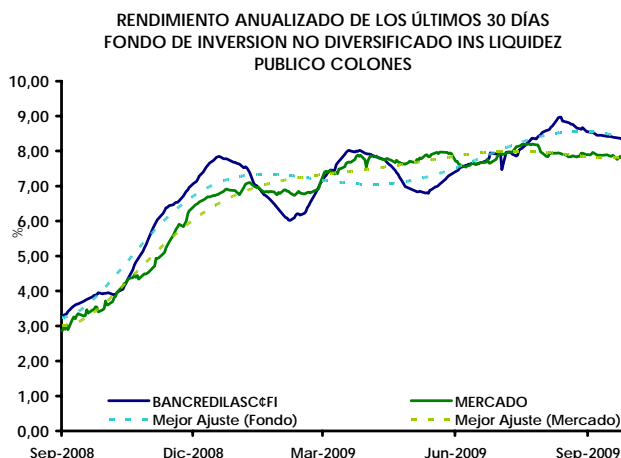
En el gráfico siguiente se muestra la evolución del calce de plazos.



2.3.2. RIESGO- RENDIMIENTO

El rendimiento del fondo se muestra superior al del mercado hacia el final del periodo en estudio, siendo el 8,26% el rendimiento del fondo y el del mercado de 7,81%. Por otro lado, el rendimiento promedio del trimestral alcanza el 8,41% mientras que el del mercado es de 7,94%.

En la siguiente figura se observa la evolución en el rendimiento del fondo y el mercado durante el último año.

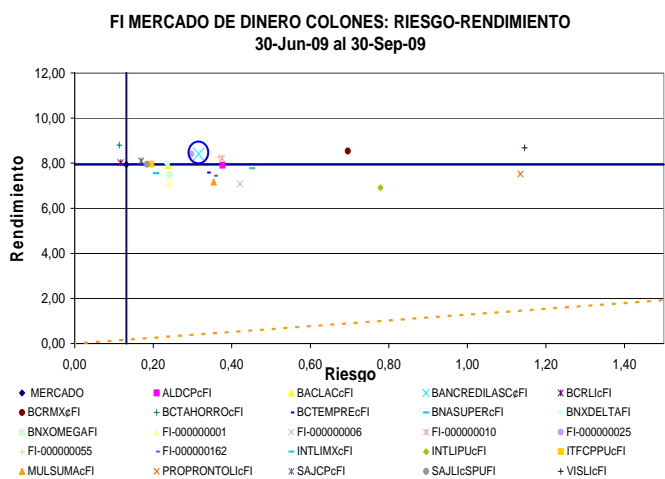


El mayor rendimiento del fondo con respecto al mercado, se asocia con el mayor nivel de riesgo del fondo el cual alcanza los 0,32pp mientras que el mercado llega a 0,13pp. La combinación del rendimiento y el riesgo del fondo revelan un coeficiente de variación superior al del mercado.

Además, el coeficiente beta se mantiene negativo implicando que un movimiento del mercado genera un movimiento del fondo en dirección contraria; no obstante, la sobre reacción mostrada en el trimestre anterior no se observa en el actual.

FONDO DE INVERSION NO DIVERSIFICADO INS LIQUIDEZ PUBLICO				
Indicador	30-Jun-08 al 30-Sep-08	30-Mar-09 al 30-Jun-09	30-Jun-09 al 30-Sep-09	Mercado 30-Jun-09 al 30-Sep-09
PROMEDIO	3,19	7,41	8,41	7,94
DESVEST	0,38	0,38	0,32	0,13
COEFVAR	0,12	0,05	0,04	0,02
MAXIMO	3,95	7,95	8,97	8,20
MINIMO	2,69	6,79	7,47	7,63
BETA	0,91	-1,07	-0,64	n.a.

Al analizar en forma conjunta el riesgo y el rendimiento del fondo en comparación al mercado promedio se observa que el fondo se localiza en el tercer cuadrante de la relación riesgo rendimiento, situación que se mantiene con respecto al trimestre anterior.



2.4. F.I. NO DIVERSIFICADO INS LIQUIDEZ PÚBLICO DÓLARES

Calificación de Riesgo: **scrAA-f**

Riesgo de Mercado: **3**

La inversión en el Fondo de Inversión No Diversificado INS Liquidez Público Dólares "está dirigida a inversionistas físicos y jurídicos que requieren una alternativa de inversión que les proporcione un manejo oportuno de recursos líquidos y que a su vez les permita que los recursos que tengan ociosos en forma temporal les genere un rendimiento. El objetivo es ofrecer a sus inversionistas rendimientos diarios sobre flujos de efectivo de corto plazo en dólares, a través de la administración de una cartera de títulos valores".

Tabla con características generales

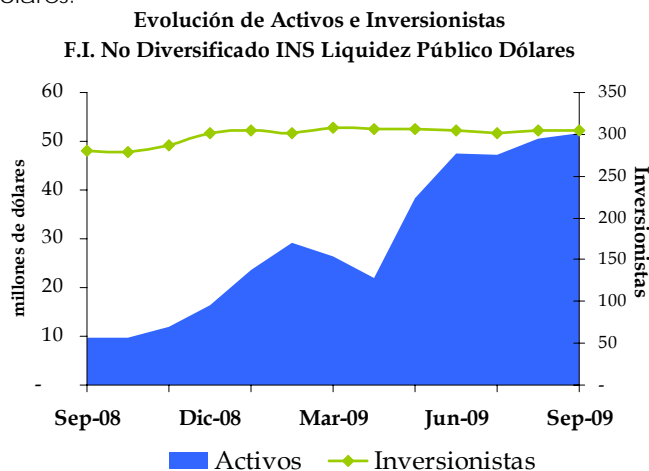
F.I. No Diversificado INS Liquidez Público Dólares	
Mecanismo de redención	Abierto
Objetivo	Mercado de dinero
Series	No seriado

SCRiesgo

Cartera	Público
Mercado	Nacional
Moneda en la que invierte	Dólares
Moneda de redención	Dólares
Plazo mínimo recomendado	1 día
Plazo de reembolso	T+1 días con un máximo de hasta t+3
Inversión inicial mínima	\$1.000
Cargos de comisión	Máximo de 5% sobre el activo neto

Desde Nov.08 los activos administrados por el fondo iniciaron una tendencia al alza, que pese a algunas contracciones a lo largo del periodo, prevalece a Sep.09 cuando contabiliza \$51,57 millones. Dicho monto supera en más de cinco veces el registrado en Sep.08. Para este fenómeno han influido dos factores, por una parte, durante el último año los inversionistas han mostrado una tendencia ligeramente creciente, por otro, contribuye el hecho de que entidades bancarias como el Banco Popular y de Desarrollo Comunal, realizan aportes extraordinarios importantes. Este comportamiento se observa desde periodos previos. A Sep.09 la participación de mercado del fondo, según volumen administrado, se ubica en 5,89% (5,87%, Jun.09), mostrándose como el séptimo fondo del mercado. Un año atrás dicha participación no alcanzaba siquiera el 2,00%.

Como ya se mencionó, el número de participantes ha aumentado a lo largo del último año. Entre Sep.08 y Sep.09 se registran 25 ingresos netos de inversionistas, alcanzando un total de 305 para Sep.09. Al igual que tres meses atrás, el fondo se mantiene como el número 14 de los 21 fondos que componen el mercado de liquidez en dólares.



En el tema específico de la concentración, es importante comentar que el mayor inversionista ha mostrado una representatividad que para Abr.09 rondaba el 17,00%, y que para Ago.09 y Sep.09 se ubica en alrededor de 38,00%. No obstante, se debe hacer hincapié en que concentraciones que rondan alrededor del 30,00% han

sido comunes en este fondo, en periodos anteriores, lo que no implica que no constituya un riesgo, sino que la administración tiene experiencia en el manejo de las inversiones, ante un panorama como este. Complementariamente, el conjunto los 20 mayores inversionistas ha aportado alrededor del 91,00% en los últimos meses. Cabe destacar que con relación a este tema, el prospecto no establece límites de concentración. Ante este escenario, el fondo debe prestar aún mayor importancia a la administración de la liquidez.

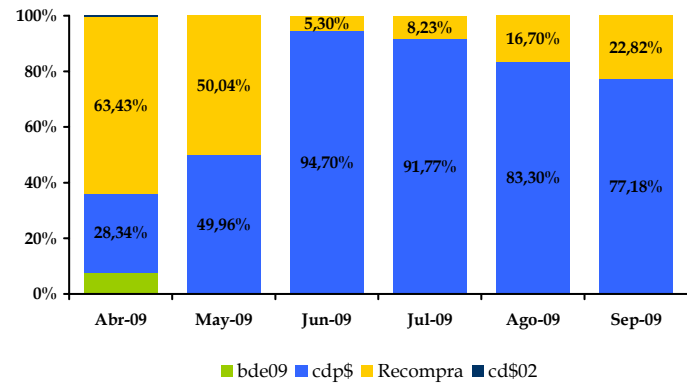
Se debe agregar que en el portafolio del fondo ha predominado la existencia de una brecha desfavorable a la liquidez del fondo, según la cual el plazo promedio de permanencia del inversionista es menor que el plazo promedio en el que el fondo recupera el principal invertido. Adicionalmente, en la composición del activo para el último trimestre se observa una menor proporción de liquidez que en periodos anteriores, mientras que en el lapso de Dic.08 a May.09 se registraron proporciones de activos en caja y bancos hasta por un 47,00% del total, entre Jun.09 y Sep.09 el porcentaje más elevado de activos líquidos fue 19,50% en Sep.09. El conjunto de los elementos mencionados son elementos de riesgo de liquidez, que de mantenerse en el tiempo, podrían ser negativos para el fondo, por ejemplo, en el caso de que el mayor inversionista decidiera redimir sus participaciones. El factor adicional que de alguna manera puede contribuir con el fondo, es el conocimiento y trato con sus principales clientes.

2.4.1. ACTIVOS ADMINISTRADOS EN CARTERA

Tal como lo especifica el prospecto, el fondo invierte el 100% de su portafolio en el sector público. En el último semestre destacan como emisores el Banco de Costa Rica (BCR), el Gobierno y el Banco Nacional de Costa Rica (BNCR), los títulos de este último alcanzan a concentrar el 77,18% del portafolio a Sep.09.

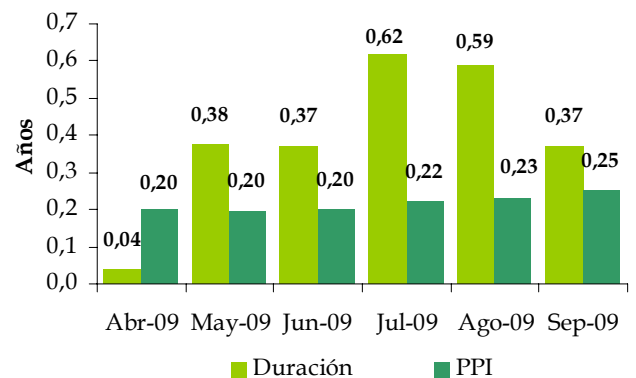
Por otra parte, en el mismo periodo, el portafolio del fondo prácticamente se invierte en certificados de depósito a plazo en dólares (cdp\$), instrumento que es acompañado de recompras, como se muestra en seguida.

COMPOSICIÓN DE CARTERA POR INSTRUMENTO
FONDO DE INVERSIÓN NO DIVERSIFICADO INS LIQUIDEZ
PÚBLICO DÓLARES



Se debe hacer mención de que ambos instrumentos en los que invierte el fondo, no son estandarizados, por lo tanto suponen una mayor dificultad para ser negociados en el mercado secundario, en caso de que el fondo necesitara ofertarlos por motivo de illiquidez. Cabe destacar que a pesar de que el mayor porcentaje de la cartera se invierte en cdp's, las inversiones se concentran en plazos cortos, los cuales van de 2 a 30 días. Adicionalmente, en el último trimestre se observan mayores plazos de vencimiento que tres meses atrás, con lo cual la duración se incrementa para el periodo. Al relacionar la duración con el plazo promedio de permanencia del inversionista (PPI), se tiene que a lo largo del último semestre, ha prevalecido una brecha desfavorable a la liquidez del fondo, a diferencia de periodos tras anteriores.

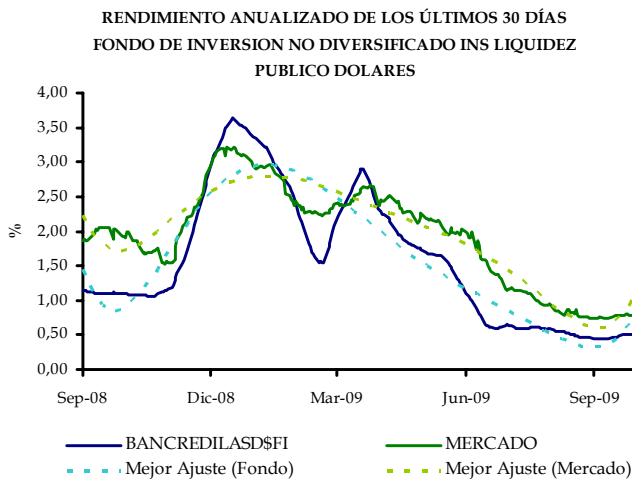
Calce de Plazos
F.I. No Diversificado INS Liquidez Público Dólares



Por su parte, la duración modificada del portafolio evoluciona de forma semejante a la duración de Macaulay, por lo que también aumenta en el último trimestre. En relación al mercado, el fondo exhibe un mayor riesgo de tasa, desde May.09. Sin embargo, es destacable que a pesar de esta característica, y los del calces entre el PPI y duración, el fondo no se ha visto en la necesidad de realizar pérdidas por ventas de títulos, ni ha registrado plusvalías o minusvalías en su portafolio, a través del periodo Sep.08-Sep.09.

2.4.2. RIESGO- RENDIMIENTO

En los últimos meses la tendencia de los rendimientos del fondo ha sido claramente a la baja. Históricamente ha predominado la característica de que el fondo presente menores rendimientos que el mercado, lo que se acentúa para el trimestre bajo análisis. En general, el rendimiento de mercado ha disminuido respecto del periodo anterior, pasando de un 2,00% a 0,89%. Lo mismo se observa en el caso del fondo, cuyo rendimiento ha disminuido de 1,42% a 0,53%, entre el trimestre anterior y el actual.



Paralelamente, la volatilidad disminuye en el trimestre, colocándose por debajo de la desviación promedio del mercado, con lo que compensa la disminución en el rendimiento, de tal forma que la relación de riesgo-rendimiento que enfrenta el inversionista del fondo mejora, lo que se observa en el menor coeficiente de variación registrado. Pese a exhibir un rendimiento inferior al de mercado, el coeficiente de variación se ubica en una posición ventajosa respecto del mercado.

FONDO DE INVERSION ND INS LIQUIDEZ PÚBLICO DOLARES				
Indicador	30-Jun-08 al	30-Mar-09	30-Jun-09 al	Mercado 30-Jun-09
	30-Sep-08	al 30-Jun-09	30-Sep-09	al 30-Sep-09
PROMEDIO	1,14	1,42	0,53	0,89
DESVSTD	0,05	0,55	0,07	0,15
COEFVAR	0,04	0,39	0,12	0,16
MAXIMO	1,29	2,33	0,65	1,18
MINIMO	1,07	0,59	0,44	0,74
BETA	0,03	1,44	0,41	n.a.

Con los cambios mostrados en la volatilidad y rendimiento del fondo, respecto del mercado éste ha pasado de ubicarse en el cuarto cuadrante al segundo, entre el trimestre anterior y el actual. Dichos cuadrantes se forman a partir de la posición promedio del mercado, en cuanto a las variables mencionadas. Un aspecto positivo es el haber abandonado el cuarto cuadrante, el cual es la posición más desfavorable de las cuatro posibles, ya que relaciona menores rendimientos a los del mercado con mayor volatilidad que éste. En seguida, el gráfico que

muestra la ubicación del mercado, y del fondo, respecto del mercado.

