



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de Clasificación**

Analista
Eduardo Valdés S.
Tel. (56-2) 2433 5200
eduardo.valdes@humphreys.cl

Fondo Mutuo BBVA Valor Plus

Abril 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Cuotas	AA-fm
Riesgo de mercado	M2
Tendencia	Favorable ¹
Estados Financieros	Diciembre 2013
Administradora	BBVA Asset Management

Opinión

Fundamento de la clasificación

El **Fondo Mutuo BBVA Valor Plus (FM Valor Plus)** comenzó sus operaciones en agosto de 2004, es administrado por BBVA Asset Management Administradora General de Fondos S.A. (en adelante BBVA Asset Management), sociedad filial del Banco BBVA, entidad bancaria clasificada en *Categoría Baa3*, en escala global.

De acuerdo con lo establecido en su reglamento interno, el **FM Valor Plus** tiene como objetivo ofrecer una alternativa de inversión a personas naturales o jurídicas que deseen invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, principalmente en pesos y unidades de fomento, en una cartera de inversiones cuya duración promedio no supere los 365 días, lo que lo convierte en un fondo tipo 2. Invierte principalmente en emisores como el Estado, Banco Central, Bancos y sociedades o corporaciones nacionales.

Según información al 31 de diciembre de 2013, el patrimonio administrado por el fondo ascendía a US\$ 59,7 millones, con un promedio de US\$ 50,4 millones para los últimos doce meses.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo cambia de "Estable" a "Favorable"², principalmente, por la baja y posterior estabilidad que ha mostrado su cartera de inversiones en cuanto a su pérdida esperada en los últimos 18 meses. Entre las fortalezas del **FM Valor Plus**, que permiten sustentar la clasificación de riesgo de sus cuotas en "*Categoría AA-fm*", destacan las características propias de su cartera de inversiones, orientada, según los antecedentes históricos, a instrumentos de bajo riesgo crediticio expresados en la moneda funcional del fondo. Además, se valora la rentabilidad superior al mercado tipo 2 y la adecuada liquidez de sus activos.

¹ Tendencia anterior: Estable.

² Corresponde a aquellos instrumentos cuya clasificación podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

Adicionalmente, la clasificación de las cuotas incorpora como factor positivo la administración de BBVA Asset Management, entidad que, en opinión de **Humphreys**, posee una muy alta capacidad de gestión en cuanto a su habilidad para administrar fondos, lo que permite presumir una baja probabilidad de un deterioro significativo en el nivel de riesgo actual de las cuotas. Esto se refuerza por la experiencia de BBVA Asset Management en la administración de fondos mutuos, en particular respecto a la administración de fondos de deuda de corto plazo, que bordea los dieciséis años en el mercado. En esta misma línea, la clasificadora considera positivo el nivel de profesionales que posee la administradora, tanto en capacidad como en integración con el resto del grupo. También se reconoce que la valorización del fondo es consistente con el valor de liquidación real de sus activos.

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 a riesgo crediticio de los emisores, lo cual trae consigo un deterioro potencial en el riesgo de las cuotas. A pesar de este riesgo identificado, un atenuante es la experiencia propia del fondo, cercana a los diez años, y las restricciones que se impone la sociedad administradora sobre la evaluación del riesgo de contraparte (autorizados por su matriz). Si bien existe amplitud de definición acerca de la calificación de los emisores en el reglamento interno, hay que destacar que esta situación es transversal a la industria de fondos mutuos en Chile.

El riesgo de mercado asignado corresponde a *M2*, debido a la duración de la cartera, que alcanzó los 344,8 días en diciembre de 2013, con una cartera de inversiones expresada en pesos y unidades de fomento (en promedio, entre 2010 y 2013, el 65,8% de la cartera estaba expresada en pesos).

Durante el período analizado, el fondo ha incumplido el margen máximo por emisor que se establece en el reglamento interno. Sin embargo, estos 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 estos excesos muestran un comportamiento irregular para el lapso bajo estudio³. La duración promedio de la cartera, en tanto, se ha mantenido dentro de los plazos definidos por el reglamento, promediando 296,8 días en los últimos tres años⁴.

Para mejorar la clasificación, es necesario que la cartera de inversiones no sufra deterioros en su nivel de riesgo, que además mantenga su tendencia en cuanto a pérdida esperada, y que la administradora conserve los actuales estándares de calidad.

La clasificación podría disminuir en la medida que el fondo deteriore su fortalezas, en especial el apoyo que le brinda el Banco y en la medida que aumente el riesgo de sus inversiones y aquello se refleje en la pérdida esperada.

³ Ver apartado "Objetivo y política de inversión del fondo".

⁴ Considera el periodo comprendido entre enero de 2011 y diciembre de 2013.

Resumen Fundamentos Clasificación (No considera riesgo de Mercado)

Fortalezas centrales

- Cartera de inversiones con instrumentos de bajo riesgo.
- Elevada o adecuada liquidez de los activos y las cuotas del fondo.
- Experiencia de AGF, tanto general como en fondos Tipo 2.
- Valorización de las cuotas es representativa del mercado.

Fortalezas complementarias

- Alta capacidad de gestión de la Administradora.
- Acotada volatilidad ante variables de mercado.
- Adecuado manejo de conflictos de interés.

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).

Definición categoría de riesgo

Categoría AAfm

Cuotas con muy alta protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

“-”: Corresponde a las cuotas 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

Administración del fondo

FM Valor Plus es administrado por BBVA Asset Management Administradora General de Fondos S.A., sociedad filial de Banco BBVA Chile (99,9% es propiedad de Banco BBVA Chile y 0,1% de BBVA Asesorías Financieras S.A.). El banco, a su vez, pertenece al grupo BBVA, grupo español con más de 150 años de experiencia y con elevado nivel de activos, presente en Chile a través, Forum Servicios Financieros y BBVA Seguros de Vida.

Durante de 2013, BBVA Asset Management administró un total de 39 fondos, de los cuales 37 correspondieron a fondos mutuos y el resto a fondos para la vivienda. El patrimonio total de fondos

mutuos administrados ascendió aproximadamente a US\$ 1.284 millones, lo que correspondió a un 3,3% de participación de mercado en ese rubro.

A esa fecha, el **FM Valor Plus** era el único fondo mutuo administrado por la AGF que invertía en instrumentos de corto plazo mayor a 90 días, representando el 4,6% de los fondos mutuos administrados por la AGF.

La tabla siguiente presenta la distribución por tipo de fondos mutuos administrados por la Sociedad:

Cuadro 1 : Distribución de fondos administrados

Distribución por tipo de fondos	
Deuda corto plazo menor a 90 días	69,4%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	4,6%
Mediano y largo plazo	8,7%
Mixto	1,6%
Capitalización	2,9%
Libre inversión	3,8%
Estructurado	9,0%

Experiencia como administrador

En opinión de **Humphreys**, la experiencia con que cuenta la sociedad en la administración de activos por riesgo y cuenta de terceros se sustenta en:

- Tener respaldo del grupo BBVA, grupo con más de 150 años de experiencia y con elevado nivel de activos⁵.
- Tener experiencia en la administración de fondos en torno a los quince años (primer fondo lanzado en 1997).
- Administrar una cartera superior a los 60 mil partícipes (SVS, noviembre 2013).

Estructura organizacional

El directorio de la sociedad está compuesto por cuatro miembros, que sesionan mensualmente (dejando formalizado en actas las resoluciones acordadas en las juntas directivas). Sobre ellos recae la responsabilidad de definir las distintas estrategias que seguirá la sociedad administradora, así como velar por su correcto desempeño. Asimismo, esta instancia es la encargada de supervisar la adecuada materialización de las diferentes políticas y estrategias definidas para cada uno de los fondos administrados.

A continuación se presentan los miembros que conforman el directorio de la administradora en la actualidad:

⁵ Según lo informado, a diciembre de 2013 el grupo cuenta con activos por € 599.482 millones.

Tabla 2: Directorio BBVA Asset Management AGF

Directorio	
Mauricio Fuenzalida Espinoza	Presidente
Aldo Zegers Undurraga	Director
Paulina Las Heras Buggedo	Director
Rodrigo Petric Araos	Director
Alfonso Lecaros Eyzaguirre	Director

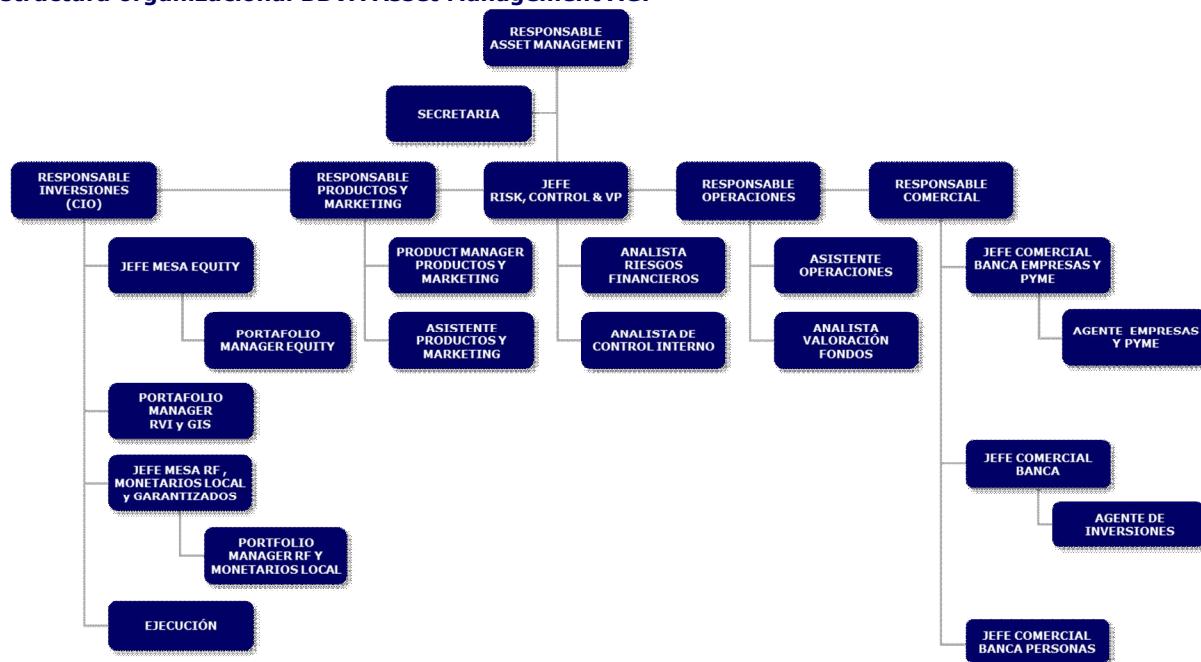
El directorio de la sociedad está compuesto tanto por ejecutivos de BBVA Chile, como por profesionales de experiencia en el sector financiero, lo que refuerza la integración estratégica de la sociedad administradora dentro del *holding* y alinea sus objetivos con los de su matriz.

La gerencia general de la sociedad recae sobre Francisco Bustamante del Rio, quien asumió el cargo en marzo de 2012, y cuenta con una vasta experiencia en el grupo. Su objetivo principal es la planificación estratégica y táctica de la empresa, así como supervisar y controlar el normal desempeño de las funciones que realizan las distintas áreas que conforman la sociedad administradora y que, en definitiva, sustentan la gestión de los fondos.

La organización de BBVA Asset Management se cruza con la estructura del grupo, siendo apoyada por las distintas áreas funcionales, lo que le permite beneficiarse de la estructura global de la compañía.

A continuación se presenta la estructura organizacional de la administradora:

Figura 3: Estructura organizacional BBVA Asset Management AGF



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

Fondo y cuotas del fondo

Objetivo y política de inversión del fondo

En virtud de lo señalado en el reglamento interno, el objetivo del fondo es ofrecer una alternativa de inversión a personas naturales o jurídicas que deseen invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, principalmente denominados en pesos y unidades de fomento, y cuya duración promedio de la cartera de inversiones del fondo no sea superior a 365 días.

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

- Podrá invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo del mercado nacional, principalmente de emisores del Estado, Banco Central, Bancos y sociedades o corporaciones nacionales.
- La duración promedio de la cartera no debe superar los 365 días;
- En términos de clasificación de riesgo, sólo se podrá invertir en valores de emisores nacionales, cuya clasificación equivalga a "B", "N-4", o superiores.
- Podrá mantener un límite máximo de inversión por emisor de un 10% del activo del fondo.
- Podrá mantener un límite máximo de inversión en títulos de deuda de securitización de un 25% del activo del fondo.
- Podrá mantener un límite máximo de inversión por grupo empresarial de un 25% del activo del fondo.
- Se podrá invertir en instrumentos derivados y realizar otras operaciones autorizadas (operaciones de compra de instrumentos de oferta pública con promesas de venta). Estas operaciones deben ceñirse a lo establecido en la normativa vigente que corresponda a cada caso (Norma de Carácter General N° 204 para la inversión en instrumentos derivados, y Circular N° 1.797 para la adquisición de instrumentos de compra con promesa de venta).

Cabe destacar que la política de inversiones del fondo no contempla ninguna limitación o restricción a la inversión en los valores emitidos o garantizados por sociedades que no cuenten con el mecanismo de gobiernos corporativos, descritos en el artículo 50° bis de la Ley No. 18.046

En la práctica, **FM Valor Plus** ha presentado una cartera de inversión conformada en su mayoría por depósitos a plazo y bonos emitidos por el estado (72,69% y 20,95% promedio en los últimos dos años), emitidos por instituciones que cuentan con una clasificación de riesgo "Categoría BBB" o superior (en diciembre de 2013, el 85,1% de la cartera alcanzaba una nota mayor o igual a AA-), lo que está por sobre de las exigencias mínimas establecidas en su reglamento. Cabe destacar que

desde febrero 2012, el fondo ha asumido un menor riesgo en su cartera de activos, lo cual se manifiesta en que actualmente la cartera de inversiones del fondo sólo posee clasificaciones de largo plazo desde "Categoría A" hacia arriba. La cartera ha cumplido además con la duración permitida, manifestada en un *duration* promedio de 295,9 días para los últimos dos años.

Durante el horizonte estudiado, en pocas ocasiones el fondo ha incumplido los límites de inversión por emisor estipulados en el reglamento. Durante los últimos dos años ha promediado dos emisores con excesos por cierre, con un exceso de 2,8% promedio para igual período. Cabe señalar, que según lo informado por la administradora, los excesos han sido de carácter pasivo.

En opinión de **Humphreys**, el reglamento de **FM Valor Plus** restringe de manera adecuada las operaciones adicionales que puede realizar el fondo, medido en relación con el estándar de Chile. Sin embargo, en relación a la clasificación de riesgo de los emisores en los cuales puede invertir, existe la posibilidad de deterioro en el 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 clasificados en "Categoría AA-" o superior.

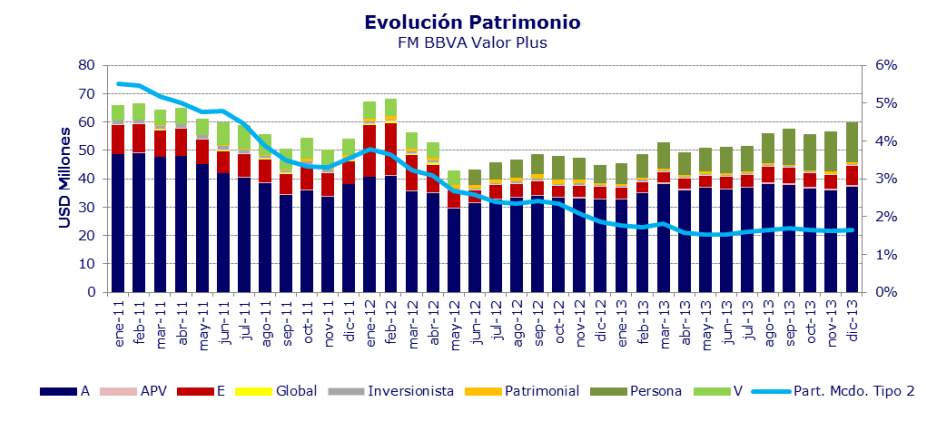
Composición del fondo

Actualmente, el fondo cuenta con siete series de cuotas, las que se diferencian por montos mínimos de inversión y remuneración que cobra la administradora. A continuación se presenta una breve descripción de cada una de las series:

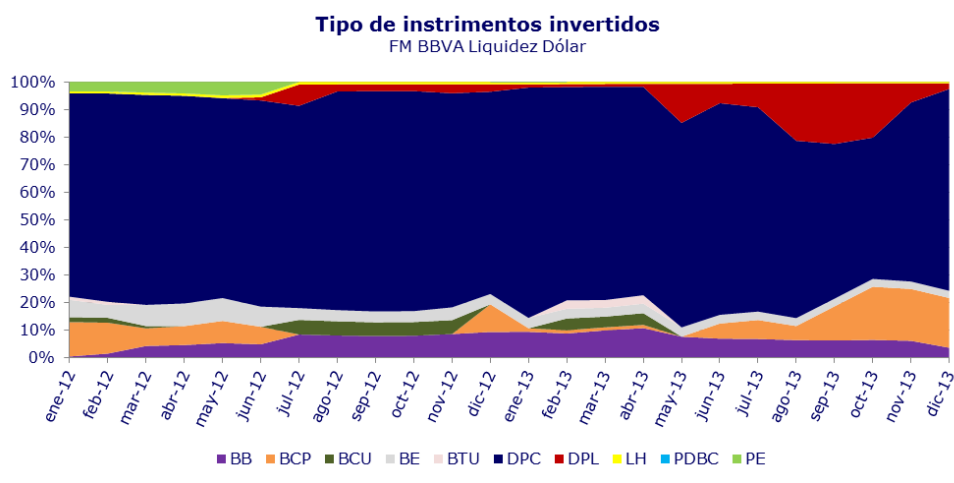
Cuadro 4: Resumen series de cuotas.

Serie	Dirigido a:	Patrimonio (MMUS\$)
A	Personas naturales	37,17
APV	Aportes de Ahorro Previsional Voluntario	0,79
E	Personas naturales y empresas	6,73
Global	Personas naturales y empresas	0,01
Inversionista	Personas naturales	0,60
Patrimonial	Personas naturales y empresas	0,73
Persona	Personas naturales	13,63

Al 31 de diciembre de 2013, el fondo presentaba un tamaño aproximado de US\$ 59,65 millones, siendo la serie A, la de mayor importancia con US\$ 37,2 millones. En términos generales, desde mayo de 2012 el fondo ha aumentado su nivel patrimonial (a esa fecha, el tamaño del fondo era de US\$ 42,63 millones), lo que se puede ver en el gráfico siguiente:



La participación del **FM Valor Plus** dentro de su mercado (fondos mutuos tipo 2) ha disminuido en el tiempo, pasando desde 5,5% en enero de 2011, a 1,7% en diciembre de 2013. En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a depósitos a plazos de bancos locales y bonos estatales; los que en diciembre de 2013 representaron el 74,4% y 17,8% de su cartera respectivamente. El cuadro siguiente muestra el comportamiento de sus inversiones:



Cuadro 5: Composición cartera.

Instrumento	Promedio anual			
	2010	2011	2012	2013
Bonos bancarios	1,82%	2,34%	5,80%	7,27%
Bonos Banco Central en pesos	2,56%	4,95%	8,70%	8,20%
Bonos Banco Central en U.F.	1,24%	1,26%	3,68%	4,12%
Bonos de empresas	5,15%	12,42%	5,55%	3,08%
Bonos Tesorería General de la República en U.F.	0,00%	1,25%	1,10%	2,96%
Pagaré al portador en U.F. sin intereses	0,21%	0,00%	0,00%	0,00%
Depósitos a corto plazo	59,52%	64,19%	75,33%	70,06%
Depósitos a largo plazo	13,47%	0,77%	2,75%	8,68%
Letras hipotecarias	0,70%	0,94%	0,84%	0,62%
Pagarés descontables Banco Central	2,64%	1,39%	0,05%	0,07%
Pagarés de empresas	13,98%	12,48%	4,04%	0,00%
Pagarés reajustables Banco Central con pago de cupones	1,13%	0,00%	0,00%	0,00%

Proceso de inversión

Para el cumplimiento de los objetivos de los fondos administrados, BBVA Asset Management cuenta con un equipo de profesionales, compuesto por el gerente general, gerente de inversiones, gerente comercial, Jefe de Riesgo, el *Portfolio Manager* y equipos de renta variable y fija.

Dentro del proceso de inversión, cada fondo tiene definida una política interna –que aparece en su reglamento interno- en base a la cual se toman las decisiones de inversión, complementadas con una revisión de la coyuntura económica mundial y nacional a través de comités que se realizan semanalmente. Lo anterior se complementa con las tácticas de inversión particular de cada fondo y con información concerniente a las expectativas sobre el mercado de capitales.

Para la correcta toma de decisiones, la administradora ha definido un ciclo de inversiones, compuesto por tres comités periódicos:

- Comité global de inversiones (*House view*), en el cual participan los gerentes de inversiones de todo el grupo a nivel mundial. En este comité se analizan los ciclos globales de los activos, tanto de renta variable como renta fija.
- Comité global semanal (*Pan Latam*), en el cual se analizan los resultados de inversión de todos los países latinoamericanos donde el grupo tiene presencia. En este comité participa parte del equipo de la administradora (cuatro personas, entre renta variable y fija).
- Comité local semanal, en el cual se revisan todos los fondos locales de la administradora, y participa todo el equipo de inversión.

Manejo de conflictos de interés

La administradora es la encargada de velar porque las inversiones efectuadas con los recursos del fondo se realicen siempre con estricta sujeción a su reglamento interno, teniendo como objetivos fundamentales maximizar los recursos del fondo y proteger los intereses de los aportantes.

El directorio de la administradora establece las políticas, equipos y estructuras operacionales que permiten una adecuada administración de todos y cada uno de los fondos gestionados, conforme a sus respectivos reglamentos internos, velando para que el uso de los recursos se efectúe de forma racional, profesional, y con la prudencia e independencia necesarias para que las decisiones se adopten en el mejor interés de los aportantes.

Las personas que participan en las decisiones de inversión del fondo deben desempeñar sus funciones procurando que los recursos se inviertan en la forma antes señalada, debiendo informar a los órganos respectivos cualquier situación que pudiera atentar contra los objetivos propuestos.

Los eventuales conflictos de interés que pudieren afectar al fondo se encuentran acotados por las disposiciones legales que afectan a este tipo de negocio, por las restricciones estipuladas en el reglamento interno y por las políticas internas aplicadas por BBVA Asset Management.

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, BBVA Asset Management cuenta con el manual de "Gestión de conflicto de intereses AGF", en el que se establecen los criterios generales y específicos para su manejo, y norma las potenciales situaciones que envuelven las superposiciones de intereses.

Dentro de este contexto, BBVA Asset Management norma las actividades de sus empleados al momento de gestionar patrimonios por cuenta de terceros a través de la administradora, quienes además se encuentran en constante fiscalización para asegurar el cumplimiento de las normas. La finalidad del manual es dar un marco de acción adecuado para la toma de decisiones de inversión cuando existan posibles variables que incidan en forma similar entre distintos fondos, así como, dar las herramientas para garantizar un trato igualitario de los partícipes, independiente de su fondo y, por último, dar a conocer los mecanismos existentes para controlar, evitar y solucionar los posibles conflictos de interés que surjan, definiendo claramente el rol y responsabilidad de cada involucrado ante una eventual situación irregular.

El departamento de control interno de la administradora realiza fiscalizaciones en función de los riesgos asociados a cada unidad operativa que pueda ser susceptible de generar conflicto de interés.

De acuerdo con la política enunciada por la administradora, en caso que un conflicto de interés no haya podido prevenirse, debe resolverse garantizando una igualdad de trato, y actuar de modo transparente y diligente en interés de sus clientes, cuidando los intereses como propios, priorizando los de los clientes de la AGF.

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 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 rescates solicitados antes de dicho cierre. El fondo contempla, además, pago un cobro por gastos de operación.

El siguiente cuadro presenta la estructura de remuneraciones estipulada en el reglamento interno vigente:

Cuadro 6: Remuneración y comisiones

Serie	Remuneración Anual (IVA incluido)	Comisión diferida Rescate (IVA incluido)	Monto mínimo de inversión
A	Hasta 0,952%	50% : Sin comisión Sobre 50% (0-30 días) : 0,714% Sobre 30 días : Sin comisión	Sin monto mínimo
APV	Hasta 0,9%*	No aplica	Sin monto mínimo
E	Hasta 0,85%	50% : Sin comisión Sobre 50% (0-30 días) : 0,6% Sobre 30 días : Sin comisión	\$ 20.000.000
Global	Hasta 0,9%	De 0 a 90 días : 2,0% De 91 a 180 días : 1,5% Sobre 180 días : Sin comisión	\$ 30.000.000
Inversionista	Hasta 0,95%	De 0 a 90 días : 1,5% De 91 a 180 días : 1,0% Sobre 180 días : Sin comisión	Sin monto mínimo
Patrimonial	Hasta 0,85%	De 0 a 90 días : 1,5% De 91 a 180 días : 1,0% De 181 a 365 días : 0,5% Sobre 365 días : Sin comisión	\$10.000.000
Persona	Hasta 1,666%	No aplica	Sin monto mínimo

* Exento de IVA

Fondo posee gastos de operación de hasta 0,4% anual sobre el patrimonio para todas sus series

Según lo informado por la administradora, al 31 de diciembre de 2013, el fondo había recaudado US\$ 531,7 miles por concepto de remuneración (US\$ 528,3 miles en diciembre de 2012).

Política de endeudamiento⁶

El reglamento interno del fondo señala que BBVA Asset Management podrá contraer obligaciones con entidades bancarias, 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 la administradora, durante el año 2013 el fondo no presentó obligaciones por este ítem.

Comportamiento del fondo y las cuotas

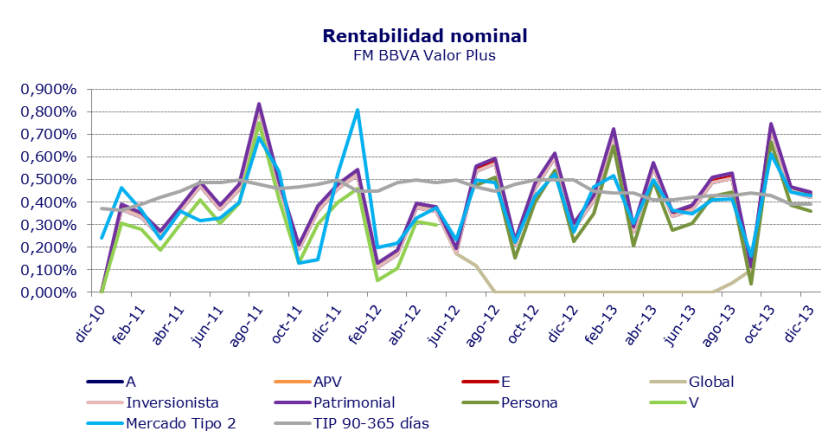
Rentabilidad y riesgo

En términos comparativos, y considerando el efecto de las remuneraciones, en los últimos dos años la rentabilidad de sus series ha evolucionado de forma muy similar a la rentabilidad de los fondos comparables⁷. En términos de rentabilidad, la cartera de inversión del fondo ha presentado una volatilidad superior al promedio de los fondos tipo 2 y a la tasa de captación nominal promedio entre 90 días y un año (TIP 90-365 días).

⁶ El reglamento interno no especifica los límites a los gravámenes que está sujeto el fondo.

⁷ *Benchmark* definido para fondos de inversión en instrumentos de corto plazo con una duración máxima de 365 días.

El gráfico que sigue muestra la evolución de la rentabilidad nominal de todas las series del fondo, junto con el rendimiento del mercado los fondos tipo 2 definido anteriormente.



A continuación se muestra un análisis rentabilidad para el **FM Valor Plus** en relación a los fondos tipo 2 y la TIP entre 90 y 365 días (rentabilidades en base mensual):

Cuadro 7: Análisis rentabilidad FM Valor Plus (base mensual)*.

BBVA Valor Plus	Serie A	Serie APV	Serie E	Serie Global**	Serie Inversionista	Serie Patrimonial	Serie Persona	Mcdo. Tipo 2	TIP 90 - 365 días
Rentabilidad mes actual	0,422%	0,427%	0,431%	0,427%	0,422%	0,444%	0,361%	0,444%	0,391%
Rentabilidad mes anterior	0,446%	0,451%	0,455%	0,451%	0,447%	0,467%	0,388%	0,615%	0,430%
Últimos seis meses	0,447%	0,451%	0,456%	N/A	0,447%	0,468%	0,387%	0,399%	0,423%
Últimos 12 meses	0,443%	0,447%	0,451%	N/A	0,443%	0,464%	0,383%	0,414%	0,423%
Des. Est. (24 meses)	0,175%	0,175%	0,175%	N/A	0,175%	0,175%	N/D	0,150%	0,033%
Promedio (24 meses)	0,403%	0,408%	0,412%	N/A	0,403%	0,424%	N/D	0,402%	0,455%
C. Variación (24 meses)	0,43	0,43	0,43	N/A	0,43	0,41	N/D	0,37	0,07

* La serie V terminó sus operaciones el 25 de junio de 2012, siendo continuada por la Serie Persona.

** Serie sin movimiento entre el 08 de julio de 2012 y el 22 de agosto de 2013.

Las rentabilidades anualizadas se presentan a continuación:

Cuadro 8: FM Valor Plus. Análisis Rentabilidad: Rentabilidad anualizada*.

BBVA Valor Plus	Serie A	Serie APV	Serie E	Serie Global**	Serie Inversionista	Serie Patrimonial	Serie Persona	Mcdo. Tipo 2	TIP 90 - 365 días
Rentabilidad mes actual	5,491%	5,545%	5,597%	5,543%	5,493%	5,753%	4,751%	5,463%	4,800%
Rentabilidad mes anterior	5,491%	5,545%	5,597%	5,543%	5,493%	5,753%	4,751%	7,632%	5,280%
Últimos seis meses	5,497%	5,553%	5,606%	N/A	5,500%	5,766%	4,741%	4,890%	5,200%
Últimos 12 meses	5,446%	5,501%	5,554%	N/A	5,449%	5,712%	4,696%	5,088%	5,200%
Promedio (24 meses)	4,948%	5,003%	5,055%	N/A	4,950%	5,213%	N/D	4,937%	5,604%

* La serie V terminó sus operaciones el 25 de junio de 2012, siendo continuada por la Serie Persona.

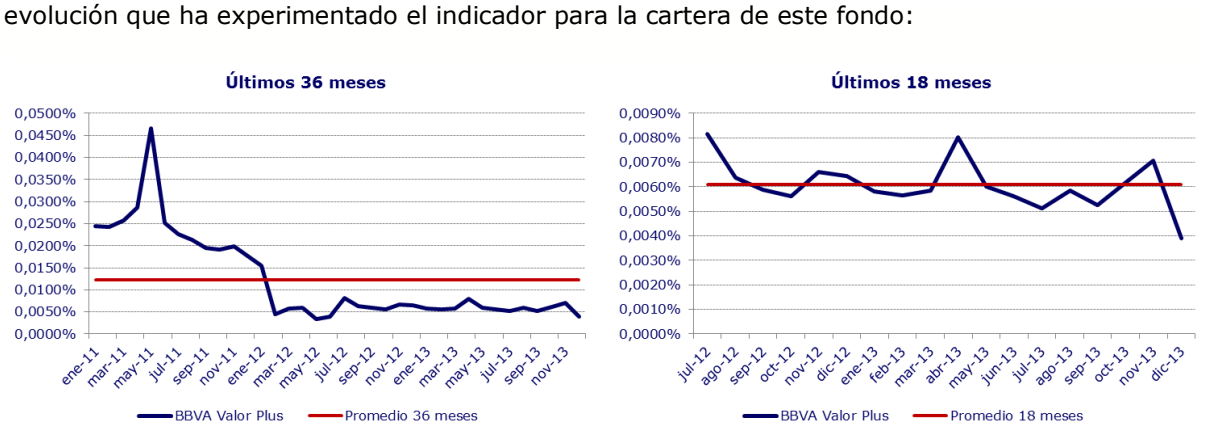
** Serie sin movimiento entre el 08 de julio de 2012 y el 22 de agosto de 2013.

La conclusión que se desprende del anterior análisis es que el **FM Valor Plus** presenta desempeños competitivos a nivel de la industria, incluso superiores a los del mercado de fondos tipo 2 en algunas de sus series. Se destaca que estos rendimientos van de la mano con una mayor volatilidad, tal como se aprecia en el coeficiente de variación presentado en el cuadro 7.

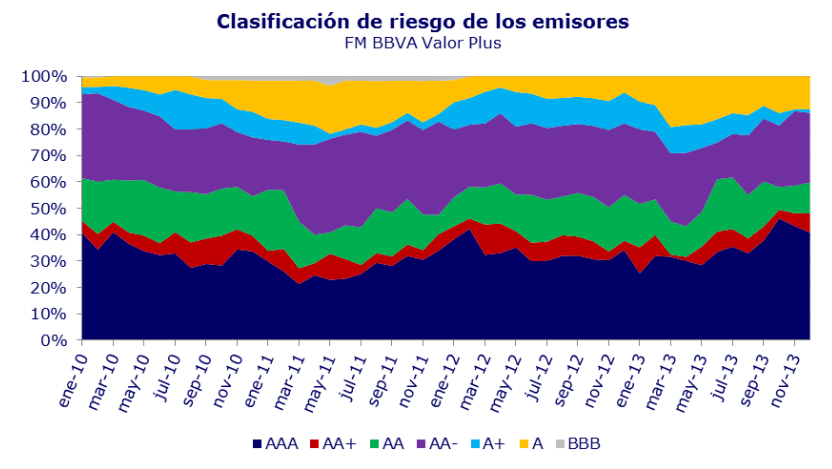
Volatilidad del fondo (riesgo del portafolio)

Dado que la estructura del portafolio de inversiones se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría AA-" o superior (en diciembre de 2013 alcanzan una concentración de 85,1%, compuestos principalmente por depósitos a plazo de bancos nacionales y bonos estatales), y que su cartera de nacional de inversiones presenta niveles de riesgo superiores o iguales a N-1, es posible presumir que su cartera presenta un reducido riesgo por *default*. Ahora bien, es importante destacar que sólo emisores clasificados en "Categoría AAA" se han mantenido en torno al 33,8% de la cartera de inversión en los dos últimos años.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo a diciembre de 2013, ésta tendría una pérdida esperada de corto plazo del orden del 0,004%, fluctuando entre 0,0039% y 0,0080% en el último año (se debe tener presente que la duración de la cartera es inferior a un año), más estable que lo observado entre 2011 y 2012, período en que el indicador fluctuó entre 0,0034% y 0,0466%, y que fue afectado por inversiones que actualmente se encuentran en categorías iguales a "Categoría BBB". Al analizar el desempeño del indicador de pérdida de los últimos 18 meses, se observa que se ha estabilizado en torno a un valor promedio de 0,0061%. A continuación se muestra gráficamente la evolución que ha experimentado el indicador para la cartera de este fondo:



Para complementar el análisis respecto de la evolución del 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 adecuada estabilidad estratégica con que se maneja el fondo:



A partir del gráfico anterior, se aprecia una estructura de inversiones que privilegia emisores clasificados en "Categoría AAA" y "AA-", que a diciembre de 2013 representaban el 66,3% del portafolio, y que a contar de 2012, las inversiones clasificadas en "Categoría BBB+" o inferior desaparecieron de la cartera de inversiones, lo cual trae asociado la disminución en la pérdida esperada anteriormente señalada.

Por otro lado, los riesgos de mercado se ven atenuados por el perfil de la cartera de inversiones, que se concentra principalmente en el corto y mediano plazo (*duration* promedio de 320,9 días para el período 2013), y en títulos expresados en pesos de emisores nacionales (en diciembre de 2013, la cartera se encontraba expresada en un 49,6% en pesos chilenos y en un 49,2% en unidades de fomento).

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 Nº 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, limitando aspectos tales como, 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 10% del activo), el fondo ha incumplido con lo establecido. Sin embargo, esta situación ha sido de carácter pasivo -según información entregada por la administradora-, debido a la condición del

mercado en el que las alternativas de inversión se encuentran bastantes restringidas y, por lo mismo, este es un factor transversal a la industria de fondos mutuos.

Como se pudo ver en el Cuadro 5, la cartera de inversión está compuesta principalmente por depósitos a plazo nominales de bancos nacionales y bonos de instituciones estatales (promedio de 94,1% en 2013), los que presentan una baja diversificación por emisor, incumpliendo la política de diversificación anteriormente mencionada (máximo de un 10% invertido en un emisor). Tal como se ve a continuación, en diciembre de 2013 los ocho mayores emisores del fondo concentraron el 77,7% de las inversiones.

Cuadro 9: Mayores emisores del fondo

Institución	Clasificación de riesgo	% del activo del fondo			
		Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13
Banco Central	AAA	4,01%	10,91%	9,98%	17,82%
Banco Penta	A				9,77%
Banco Estado	AAA	3,52%	2,07%	5,59%	9,54%
BBVA	AA-	10,38%	7,80%	8,23%	9,53%
Banco de Chile	AAA	10,93%	7,81%	7,42%	9,05%
Banco Security	AA-	3,37%	8,56%	5,79%	8,22%
BCI	AA+	5,91%	5,08%	3,49%	7,19%
Banco BICE	AA	5,48%	3,10%	7,83%	6,62%
Sub-total		43,61%	45,32%	48,33%	77,73%
Ocho mayores emisores		62,34%	68,18%	73,76%	77,73%

Sin perjuicio de lo expuesto, en la actualidad los riesgos de los bancos están bastante asociados al riesgo país, por lo tanto, se atenúa los efectos de una concentración.

Liquidez de la cuota

Cualquier partícipe tiene derecho, en cualquier momento del tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo. Sin perjuicio de lo anterior, el aportante podrá programar rescates, caso en el cual ejercerá su derecho en una fecha determinada, distinta a la fecha de presentación de la solicitud de rescate correspondiente, la cual deberá constar expresamente en la solicitud. Éstas 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 moneda nacional, a través de vales vista, cheques o bien mediante abonos en la cuenta corriente o cuenta vista.

Con respecto al nivel de transacción de las cuotas, cabe señalar que durante el período analizado, se ha tenido un equilibrio entre el número de cuotas rescatadas y aportadas, principalmente para la serie E.

También, cabe agregar, que en la trayectoria del fondo, que incluye condiciones de mercados disímiles (por ejemplo *post Lehman Brothers*), nunca se ha interrumpido el derecho a retiro de los aportantes.

Los aportantes del fondo tienen una baja incidencia en su desempeño, por cuanto la capacidad de retiro de cada uno no es muy elevada. A diciembre de 2013, el fondo contaba con cerca de 8.000 partícipes. A continuación se presenta la incidencia de los diez principales aportantes del fondo en relación a su activo total.

Cuadro 8: Importancia de los mayores aportantes en el fondo

Peso relativo aportante	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	31-dic-13
1°	3,2%	10,1%	6,7%	3,0%
2°	3,1%	3,8%	2,9%	2,7%
3°	2,2%	3,6%	2,1%	2,0%
4°	2,0%	2,7%	1,7%	1,6%
5°	1,8%	2,4%	1,4%	1,3%
6°	1,8%	2,4%	1,3%	1,1%
7°	1,2%	2,2%	1,1%	1,0%
8°	1,1%	1,8%	1,0%	0,9%
9°	1,0%	1,3%	1,0%	0,9%
10°	0,8%	1,0%	0,8%	0,8%
Total	18,1%	31,2%	20,0%	15,3%

Liquidez del fondo

A la fecha de clasificación, la cartera de inversión está conformada por depósitos de corto plazo de emisores nacionales, con mercados secundarios que convierten a **FM Valor Plus** en un fondo de alta liquidez.

Otro aspecto a evaluar es que el portafolio de inversión tiene un *duration* inferior a 365 días (promedio de 296,8 días entre enero de 2011 y diciembre de 2013) y la cartera de inversión es de corto y mediano plazo, reduciendo el riesgo de salida de sus inversiones al tener una alta rotación en sus activos.

Durante los últimos 24 meses, el máximo retiro del fondo ascendió a US\$ 5,8 millones, equivalente al 8,8% del patrimonio del fondo a esa fecha.

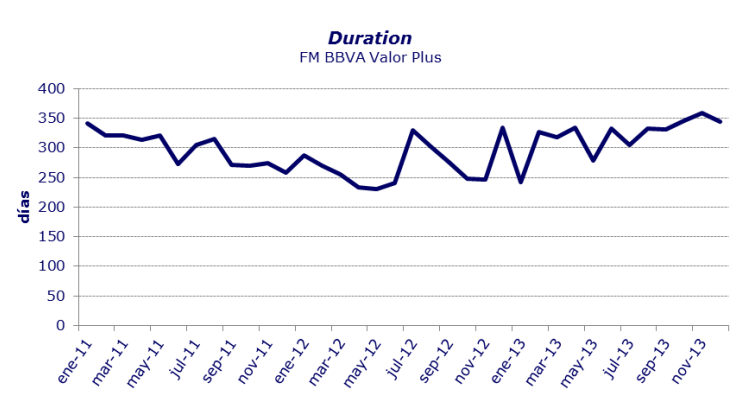
Valorización de las cuotas

Según la circular N° 1.579 del año 2002 de la SVS, los instrumentos financieros de la cartera de inversiones se pueden valorizar al 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 estos 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 utilizan los servicios entregados por la unidad de investigación financiera el sistema RiskAmerica⁸, que permiten 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 de corto plazo, en nuestra opinión, la valorización de los activos de largo plazo no tiene efecto de relevancia en el valor final de la cuota (en diciembre de 2013, la totalidad de los activos tenían una duración inferior a un año).

A continuación se 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."

⁸ 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.