



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista  
Eduardo Valdés S.  
Tel. (56) 22 433 5200  
eduardo.valdes@humphreys.cl

## **Fondo Mutuo BBVA Valor Plus**

**Abril 2015**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Cuotas	AA-fm
Riesgo de mercado	M2
Tendencia	Estable <sup>1</sup>
Estados Financieros	Diciembre 2014
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 Baa2", 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 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 28 de febrero de 2015, el patrimonio administrado por el fondo ascendía a US\$ 99,2 millones, con un promedio de US\$ 117,4 millones para los últimos doce meses.

La perspectiva de clasificación cambia desde "Favorable" a "Estable<sup>2</sup>" por cuanto se ha revertido la reducción de la pérdida esperada que se había evidenciado en el pasado, según metodología de **Humphreys**. En efecto, el indicador de pérdida esperada pasó desde un promedio de 0,00463% en 2013, a 0,00655% en los últimos doce 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 en pesos y la adecuada liquidez de sus activos.

<sup>1</sup> Tendencia anterior: Favorable.

<sup>2</sup> 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 lo anterior, 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 315 días en febrero de 2015, con una cartera de inversiones expresada en pesos y unidades de fomento (en promedio, entre 2011 y febrero 2015, el 58,9% 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 estudio<sup>3</sup>. La duración promedio de la cartera, en tanto, se ha mantenido dentro de los plazos definidos por el reglamento, promediando 307,6 días en los últimos tres años<sup>4</sup>.

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.

---

<sup>3</sup> Ver apartado "Objetivo y política de inversión del fondo".

<sup>4</sup> Considera el período comprendido entre marzo de 2012 y febrero de 2015.

## 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 categorías de riesgo

### Categoría AA

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

**Fondo Mutuo BBVA 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 febrero de 2015, 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\$ 1.667 millones, lo que correspondió a un 3,7% 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 6,0% 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	67,8%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	6,0%
Mediano y largo plazo	8,4%
Mixto	2,5%
Capitalización	2,5%
Libre inversión	8,1%
Estructurado	4,8%
Inversionistas calificados	Sin fondos

## 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:

**Tabla 2: Directorio BBVA Asset Management AGF**

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

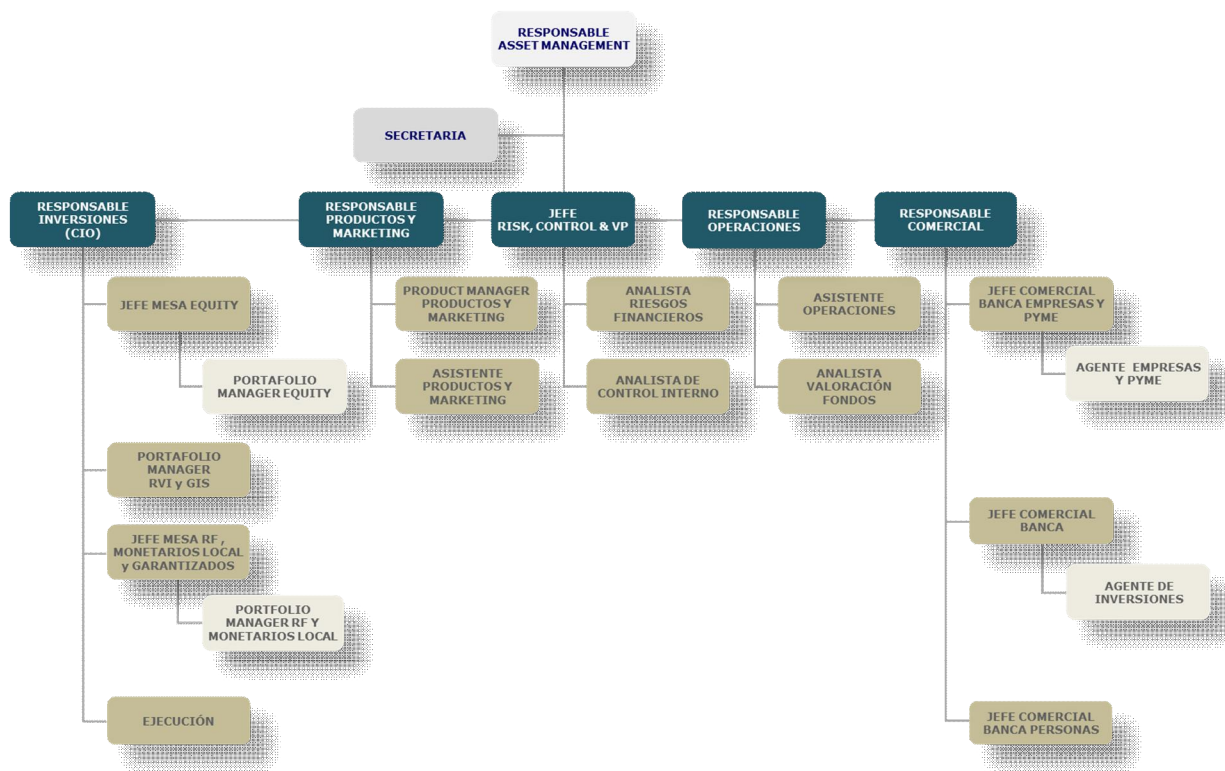
El directorio de la sociedad está compuesto tanto por ejecutivos de BBVA Chile, como por profesionales de experiencia en el sector financiero, lo que refuerza la integración estratégica de la sociedad administradora dentro del *holding* y alinea sus objetivos con los de su matriz.

La gerencia general de la sociedad recae sobre Francisco Bustamante del Río, 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](http://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

### Objetivos 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 (83,4% y 30,5% promedio en los últimos dos años), emitidos por instituciones que cuentan con una clasificación de riesgo "Categoría BBB" o superior (en febrero de 2015, el 87,8% de la cartera alcanzaba una nota mayor o igual a AA-), lo que está por sobre de las exigencias mínimas establecidas en su reglamento. Se destaca que desde febrero 2012, el fondo ha asumido un menor riesgo en su cartera de activos, lo cual se manifiesta en que actualmente sólo posee clasificaciones de largo plazo desde "Categoría A" hacia arriba. El portafolio ha cumplido además con la duración permitida, manifestada en un *duration* promedio de 325,4 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 2,3 emisores con excesos por cierre, con un promedio de 2,6% para igual período. 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, respecto con 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.

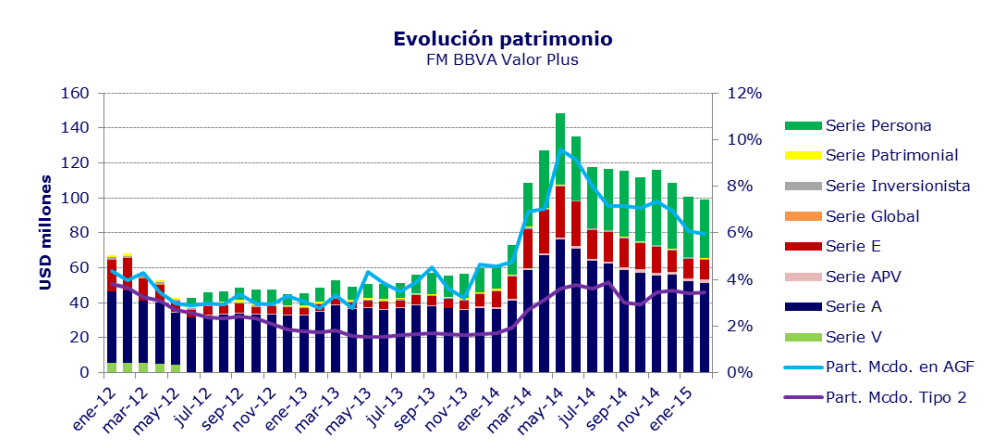
## Composición del fondo

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.**

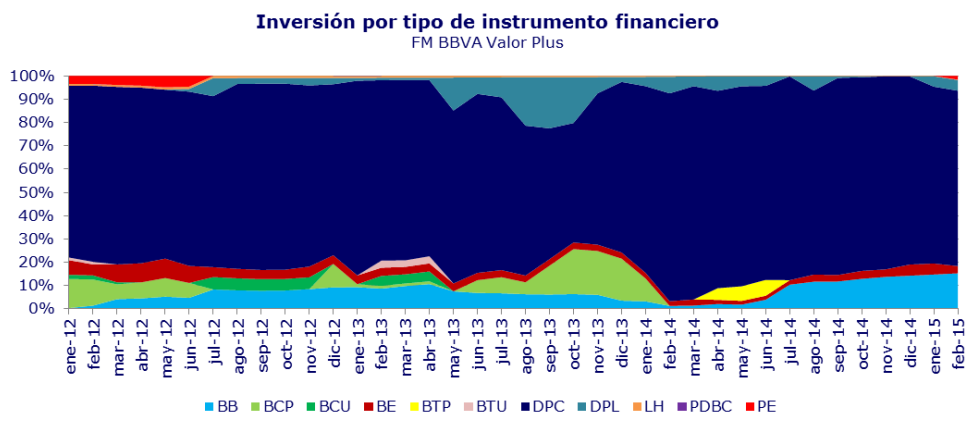
Serie	Dirigido a:	Patrimonio (MUS\$)
<b>A</b>	Personas naturales	51.386
<b>APV</b>	Aportes de Ahorro Previsional Voluntario	1.862
<b>E</b>	Personas naturales y empresas	11.318
<b>Global</b>	Personas naturales y empresas	0
<b>Inversionista</b>	Personas naturales	542
<b>Patrimonial</b>	Personas naturales y empresas	563
<b>Persona</b>	Personas naturales	33.519

Al 28 de febrero de 2015, el fondo presentaba un tamaño aproximado de US\$ 99,19 millones, siendo la serie A, la de mayor importancia con US\$ 51,4 millones. En términos generales, el fondo ha crecido de forma importante en el número de partícipes, pasando desde 4.411 a 12.926 entre enero de 2013 y febrero de 2015, lo que se ha reflejado en un aumento en su nivel patrimonial, que creció desde un promedio de US\$ 53 millones en 2013, a US\$ 100 millones en los dos primeros meses de 2015.



Debido a lo anterior, la participación del **FM Valor Plus** dentro de su mercado (fondos mutuos tipo 2) aumentó en el último año, pasando desde 1,7% en enero de 2014, a 3,4% en febrero de 2015. En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a depósitos a plazos de bancos locales y bonos estatales; los que en febrero de 2015 representaron el 79,8% y 18,4% de su cartera respectivamente. El cuadro siguiente muestra el comportamiento de sus inversiones:





**Cuadro 5: Composición cartera.**

Instrumento	Promedio anual				
	2011	2012	2013	2014	Ene-feb 2015
BB Bonos bancarios	2,34%	5,80%	7,27%	7,29%	14,98%
BCP Bonos Banco Central en pesos	4,95%	8,70%	8,20%	9,77%	
BCU Bonos Banco Central en U.F.	1,26%	3,68%	4,12%		
BE Bonos de empresas	12,42%	5,55%	3,08%	2,59%	3,92%
BTP Bonos Tesorería General de la República en pesos				5,97%	
BTU Bonos Tesorería General de la República en U.F.	1,25%	1,10%	2,96%		
DPC Depósitos a corto plazo	64,19%	75,33%	70,06%	83,53%	75,48%
DPL Depósitos a largo plazo	0,77%	2,75%	8,68%	4,08%	4,51%
LH Letras hipotecarias	0,94%	0,84%	0,62%	0,20%	0,15%
PDBC Pagarés descontables Banco Central	1,39%	0,05%	0,07%		
PE Pagarés de empresas	12,48%	4,04%			1,58%

## Manejo de los conflictos de interés

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 manejo de información de interés para el mercado Grupo BBVA”, en el que se establecen los criterios generales y específicos para su manejo (además de cumplir con las restricción establece la ley y el correspondiente reglamento).

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 existen posibles variables que inciden 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 soluciona 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 favor de sus clientes, cuidando tanto de los recursos de los partícipes como los propios y priorizando sus intereses.

## 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 solicitados antes de dicho cierre. El fondo contempla, además, 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
<b>A</b>	Hasta 0,952%	50% : Sin comisión Sobre 50% (0-30 días) : 0,714% Sobre 30 días : Sin comisión	Sin monto mínimo
<b>APV</b>	Hasta 0,9%*	No aplica	Sin monto mínimo
<b>E</b>	Hasta 0,85%	50% : Sin comisión Sobre 50% (0-30 días) : 0,6% Sobre 30 días : Sin comisión	\$ 20.000.000
<b>Global</b>	Hasta 0,9%	De 0 a 90 días : 2,0% De 91 a 180 días : 1,5% Sobre 180 días : Sin comisión	\$ 3.000.000
<b>Inversionista</b>	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
<b>Patrimonial</b>	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
<b>Persona</b>	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 28 de febrero de 2015, el fondo había recaudado US\$ 235,4 miles por concepto de remuneración (US\$ 1.178,2 miles en diciembre de 2014).

## Política de endeudamiento<sup>5</sup>

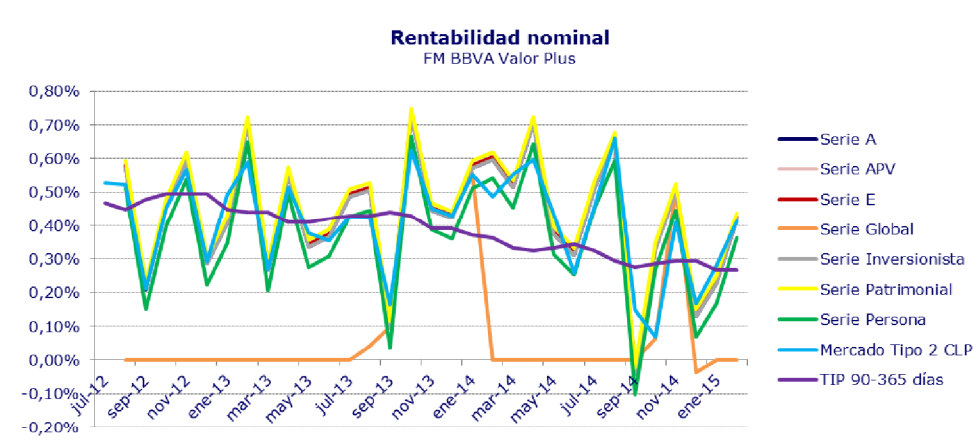
El reglamento interno señala que ocasionalmente la administradora podrá contraer deuda por cuenta del fondo, con el objeto de financiar rescates de cuotas y de realizar operaciones autorizadas por la SVS, hasta por un monto equivalente al 20% de su patrimonio y con un plazo de vencimiento de hasta 365 días. La administradora no puede contraer pasivos de mediano ni largo plazo. De acuerdo con lo informado por la administradora, durante el año 2014 el fondo no presentó obligaciones por este concepto.

## 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 las series del fondo ha evolucionado de forma muy similar a la de los pares o comparables<sup>6</sup>. En los mismos términos, su cartera de inversión ha presentado una volatilidad superior al promedio de los fondos tipo 2 en pesos y a la tasa de captación nominal promedio entre 90 días y un año (TIP 90-365 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 en pesos definido anteriormente.



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

<sup>5</sup> El reglamento interno no especifica los límites a los gravámenes que está sujeto el fondo.

<sup>6</sup> *Benchmark* definido para fondos de inversión en instrumentos de corto plazo con una duración máxima de 365 días.

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

BBVA Valor Plus	Serie A	Serie APV	Serie E	Serie Global**	Serie Invercionista	Serie Patrimonial	Serie Persona	Mcdo. Tipo 2 CLP	TIP 90 - 365 días
Rentabilidad mes actual	0,419%	0,423%	0,427%	0,000%	0,419%	0,438%	0,364%	0,412%	0,266%
Rentabilidad mes anterior	0,229%	0,233%	0,238%	0,000%	0,229%	0,250%	0,168%	0,280%	0,266%
Últimos seis meses	0,261%	0,265%	0,270%	0,089%	0,261%	0,282%	0,202%	0,247%	0,281%
Últimos 12 meses	0,386%	0,391%	0,395%	0,045%	0,387%	0,408%	0,327%	0,370%	0,303%
Rentabilidad YTD 2015	0,324%	0,328%	0,332%	0,000%	0,324%	0,344%	0,266%	0,346%	0,266%
Des. Est. (24 meses)	0,191%	0,191%	0,191%	0,226%	0,191%	0,191%	0,191%	0,157%	0,061%
Promedio (24 meses)	0,417%	0,422%	0,426%	0,118%	0,417%	0,438%	0,357%	0,396%	0,357%
C. Variación (24 meses)	0,46	0,45	0,45	1,91	0,46	0,44	0,53	0,40	0,17

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

\*\* El último movimiento de la serie se efectuó el 01 de diciembre de 2014.

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 Invercionista	Serie Patrimonial	Serie Persona	Mcdo. Tipo 2 CLP	TIP 90 - 365 días
Rentabilidad mes actual	5,145%	5,195%	5,243%	0,000%	5,147%	5,389%	4,456%	5,053%	3,240%
Rentabilidad mes anterior	2,783%	2,837%	2,889%	0,000%	2,785%	3,047%	2,037%	3,409%	3,240%
Últimos seis meses	3,180%	3,233%	3,284%	1,079%	3,182%	3,438%	2,452%	3,007%	3,420%
Últimos 12 meses	4,737%	4,791%	4,844%	0,538%	4,739%	5,001%	3,992%	4,533%	3,699%
Rentabilidad YTD 2015	3,957%	4,009%	4,060%	0,000%	3,959%	4,211%	3,239%	4,228%	3,240%
Promedio (24 meses)	5,122%	5,177%	5,230%	1,427%	5,124%	5,388%	4,374%	4,863%	4,367%

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

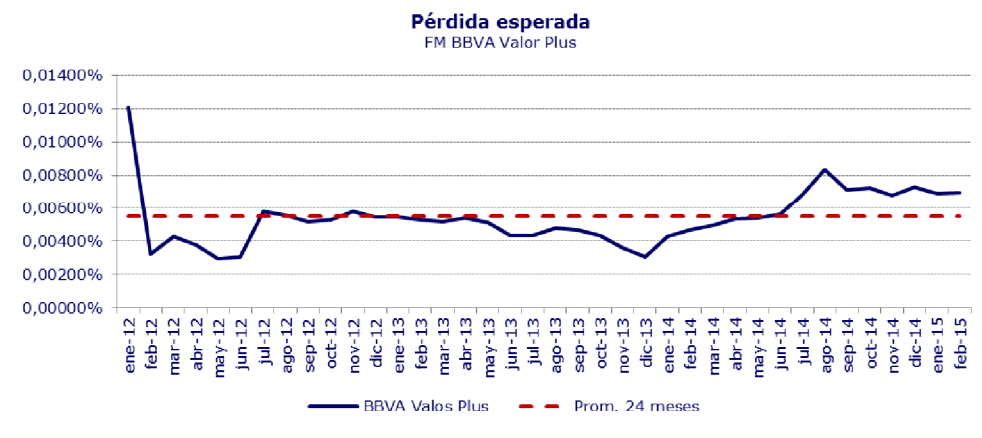
\*\* El último movimiento de la serie se efectuó el 01 de diciembre de 2014.

La conclusión que se desprende del anterior análisis es que el **FM Valor Plus** presenta desempeños competitivos a nivel de la industria, y en algunas series ha sido superior al del mercado de fondos tipo 2 en pesos. 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.

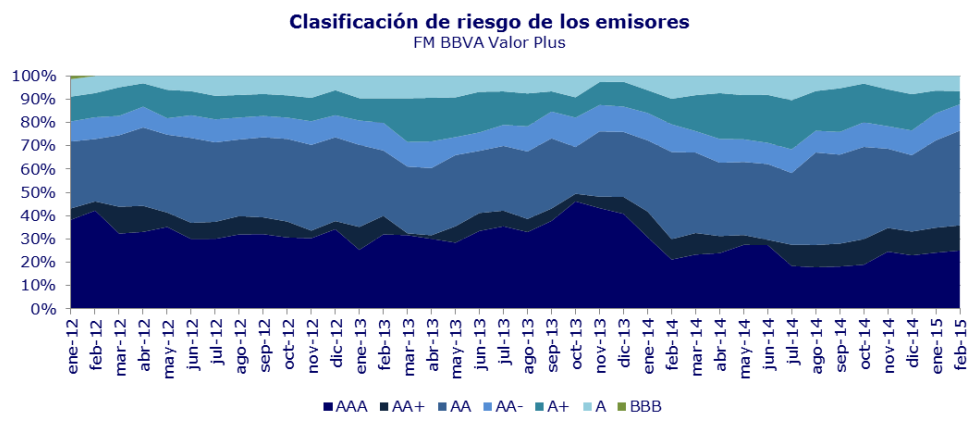
## Volatilidad del fondo

Dado que la estructura del portafolio de inversiones se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría AA-" o superior (en febrero de 2015 alcanzaron una concentración de 87,8%, compuesta principalmente por depósitos a plazo de bancos nacionales y bonos estatales), y que su cartera 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*. Los emisores clasificados en "Categoría AA" y "Categoría AAA" se han mantenido en torno al 31,7% y 28,3% de la cartera de inversión en los dos últimos años, respectivamente.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo a febrero de 2015, ésta tendría una pérdida esperada de corto plazo del orden del 0,00695%, fluctuando entre 0,00496% y 0,00833% en el último año (se debe tener presente que la duración de la cartera es inferior a un año). Al analizar el desempeño del indicador de pérdida esperada de los últimos ejercicios, se puede observar que ha presentado valores promedio 0,00518%, 0,00463%, 0,006145% y 0,00691% para los períodos 2012, 2013, 2014 y 2015, respectivamente, observándose un aumento a contar de 2014. 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 en febrero de 2015 representaron el 65,7% del *portafolio*.

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 332,3 días para los últimos doce

meses), y en títulos expresados en pesos de emisores nacionales (en febrero de 2015, la cartera se encontraba expresada en un 41,2% en pesos chilenos y en un 58,7% 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 N° 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 debe establecer en cada caso las condiciones y plazos en que se debe proceder a la regularización de las inversiones, sin que el plazo que fijado pueda exceder de doce meses.

En lo referente a la concentración por emisor establecida en el reglamento interno (no más de 10% del activo), se observan incumplimiento por parte del fondo. 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, siendo este 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 94,7% en los primeros dos meses de 2015), 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, durante febrero de 2015, 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-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Feb-15
Banco Bice	AA	3,10%	7,83%	6,62%	8,65%	14,11%
BBVA	AA	7,80%	8,23%	9,53%	10,24%	11,05%
BCI	AA+	5,08%	3,49%	7,19%	9,78%	10,55%
Banco Security	AA-	8,56%	5,79%	8,22%	9,12%	9,72%
Banco de Chile	AAA	7,81%	7,42%	9,05%	9,01%	8,54%
Banco Santander	AAA	9,80%	9,90%	3,45%	7,48%	8,11%
Banco Itaú	AA	2,13%	9,35%	4,93%	4,65%	6,66%
Banco Internacional	A	8,50%	6,07%	2,47%	7,81%	6,51%
<b>Sub-total</b>		<b>52,77%</b>	<b>58,08%</b>	<b>51,44%</b>	<b>66,74%</b>	<b>75,25%</b>
<b>Ocho mayores emisores</b>		<b>68,18%</b>	<b>73,76%</b>	<b>77,73%</b>	<b>71,42%</b>	<b>75,25%</b>

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

## Liquidez de la cuota

Cualquier partícipe tiene derecho, en todo momento, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo. Sin perjuicio de lo anterior, el aportante puede programar rescates, caso en el cual ejerce su derecho en una fecha determinada, distinta a la fecha de presentación de la solicitud de rescate correspondiente, la cual debe 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.

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 febrero de 2015, el fondo contaba con más de 12.900 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	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	feb-15
1°	10,09%	6,65%	2,80%	2,94%	3,20%
2°	3,80%	2,92%	2,46%	1,38%	1,62%
3°	3,58%	2,12%	2,30%	1,35%	1,48%
4°	2,70%	1,73%	1,69%	1,18%	1,41%
5°	2,41%	1,38%	1,32%	0,96%	1,05%
6°	2,38%	1,30%	1,27%	0,78%	0,68%
7°	2,16%	1,12%	1,08%	0,66%	0,51%
8°	1,82%	1,02%	0,91%	0,62%	0,50%
9°	1,27%	0,95%	0,87%	0,49%	0,49%
10°	1,02%	0,83%	0,86%	0,46%	0,45%
<b>Total</b>	<b>31,23%</b>	<b>20,02%</b>	<b>15,58%</b>	<b>10,81%</b>	<b>11,38%</b>

## 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 325,4 días para los últimos dos años) 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\$ 6,3 millones, equivalente al 4,7% del patrimonio del fondo a esa fecha.

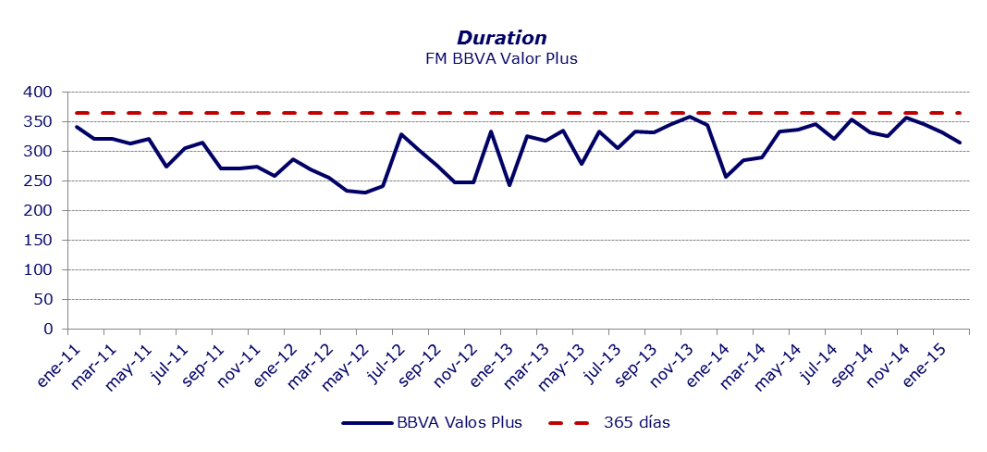
## Valorización de las cuotas

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 RiskAmerica<sup>7</sup>, que permiten obtener un precio de mercado de los instrumentos anteriormente señalados. Dicho sistema es un estándar 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 febrero de 2015, 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:



<sup>7</sup> 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.



*"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."*