



Federación
Iberoamericana
de Fondos de
Inversión



Valoración de los activos de las Instituciones de Inversión Colectiva en Iberoamérica

Costa Rica, 10 a 12 de junio de 2008

Ángel Martínez-Aldama

**Director General de INVERCO,
Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva
y Fondos de Pensiones de España**

Países objeto de estudio: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, España, México y Portugal.

1. Frecuencia de valoración
2. Métodos de valoración
3. Imposibilidad de valorar los activos. Procedimientos
4. Sujetos intervinientes en la valoración
5. Procedimientos de subsanación de errores de valoración
6. El papel de los proveedores de precios
7. Problemas actuales, propuestas y actuaciones del supervisor
8. Conclusiones

1. Frecuencia de valoración



La valoración de las IIC es, con carácter general, **diaria**

Excepciones: determinados tipos de IIC y, si se permite, establecimiento de otra periodicidad de valoración en el reglamento de la IIC.

Tipo de IIC	Frecuencia		Países
Financiera abierta	Diaria		Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, España, México y Portugal
Financiera cerrada	Diaria		Costa Rica
	Trimestral		Argentina
Inmobiliaria	Inmuebles	Previa a la compra o venta o en ciertas circunstancias	Costa Rica, España y Portugal
		Al menos, una vez al año	Costa Rica y España
		Al menos, una vez cada 2 años	Portugal
	Activo financiero	Diaria	Costa Rica
		Al menos, mensual	España y Portugal

1. Frecuencia de valoración

2. Métodos de valoración

3. Imposibilidad de valorar los activos. Procedimientos

4. Sujetos intervinientes en la valoración

5. Procedimientos de subsanación de errores de valoración

6. El papel de los proveedores de precios

7. Problemas actuales, propuestas y actuaciones del supervisor

8. Conclusiones

2. Métodos de valoración

Tipos de activos



La valoración de los activos de las IIC trata de reflejar su **valor de mercado**, aplicándose, en algunos casos, métodos coincidentes en varios países.

Tipo de activo		Criterios habituales de valoración
Valores cotizados (Renta variable, renta fija e IIC cotizadas)		Precio de cierre
		Precio medio ponderado
		Otros métodos (para la renta fija, destaca la actualización de pagos futuros)
Derivados negociados en mercados oficiales		Valor de mercado y/o valor razonable En México, valor nocional , si bien se solicita su sustitución por el valor de mercado
Valores no cotizados	Renta variable y fija Derivados	Diversos criterios
	IIC	Valor liquidativo
Valores pendientes de admisión a cotización (sólo en tres países)		Tasa interna de retorno y criterios basados el emisor, sus valores emitidos y el mercado
Depósitos en entidades de crédito		Diversos criterios

2. Métodos de valoración

Activos nacionales o extranjeros



A efectos de realizar la valoración, existen diferencias en función de si los activos son **nacionales o extranjeros** en Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica y México.

Argentina, España y Portugal emplean el **mismo sistema** en la valoración de los activos, sean éstos nacionales o extranjeros.

En Brasil, está **en discusión** este tema.

2. Métodos de valoración

Autorregulación



Gran parte de los países no contemplan la autorregulación en materia de valoración (Argentina, Bolivia, Colombia, Costa Rica, España, México y Portugal).

Se permite la **autorregulación** en Brasil y Chile:

- En Brasil, la ANBID determina, por autorregulación, que la administradora elabore un manual de valoración.
- En Chile, la AAFM y la Universidad Católica desarrollaron la metodología del modelo denominado Sistema Único de Precios (SUP), cuyo uso se considera obligatorio por la Superintendencia de Valores y Seguros para valorar la renta fija nacional de los Fondos de deuda con duración mayor a 90 días.

2. Métodos de valoración

Manual de valoración



- La **exigencia de manuales o procedimientos de valoración** existe en muchos países (Bolivia, Brasil, Costa Rica, México, España, Portugal y, para los instrumentos de deuda del mercado nacional, en Chile).

Tales documentos establecen la metodología de valoración de todos los activos, los controles a realizar, las fuentes de precios, los sistemas de valoración alternativos para activos sin liquidez...

- **No existe obligación de elaborar un manual o procedimiento de valoración** en Argentina ni, para instrumentos distintos de la deuda del mercado nacional, en Chile.
- Colombia se encuentra en un **período de transición**. Partiendo de la no exigencia de tal manual o procedimiento, entrará en vigor a partir de junio de 2008 una normativa que exige tener registrado en el reglamento la forma de valoración de los activos.

1. Frecuencia de valoración
2. Métodos de valoración
3. Imposibilidad de valorar los activos. Procedimientos
4. Sujetos intervinientes en la valoración
5. Procedimientos de subsanación de errores de valoración
6. El papel de los proveedores de precios
7. Problemas actuales, propuestas y actuaciones del supervisor
8. Conclusiones

3. Imposibilidad de valorar los activos. Procedimientos.



Si los **activos no pueden ser valorados** porque el precio de mercado no refleje el valor real de los activos o se den situaciones de iliquidez, complejidad o suspensión o cierre de negociación en los mercados, existen en los países las siguientes posibilidades:

- Uso de métodos, procedimientos o valores **alternativos** en
 - Bolivia,
 - Brasil,
 - Chile,
 - Costa Rica,
 - Colombia
 - Portugal y,
 - Si el reglamento del Fondo lo contempla y los valores cuya contratación haya sido suspendida no representan un valor superior al 5% del patrimonio del Fondo, en España.

3. Imposibilidad de valorar los activos. Procedimientos.



- **Suspensión** de las suscripciones y/o reembolsos
 - en Argentina y,
 - si los valores, cuya contratación ha sido suspendida por causas que afectan a todo el mercado, representan más del 80% del valor del patrimonio del fondo o si resulta imposible determinar los precios o concurre otra causa de fuerza mayor, en España.
- Aplicación de un **diferencial** a la compra y venta de las acciones emitidas por las sociedades de inversión en México.
- Otras posibilidades. En España, para casos distintos a los ya mencionados en que se carezca de precio para valores que representen más del 5% del patrimonio del Fondo por:
 - Suspensión de la contratación de ciertos valores. **Suscripción y reembolso por la parte** de los valores no suspendidos. Cuando se reanude la contratación, se hará efectivo el resto.
 - Inexistencia de mercado en un día. Tal **día** se considera **inhábil**.

1. Frecuencia de valoración
2. Métodos de valoración
3. Imposibilidad de valorar los activos. Procedimientos
4. Sujetos intervinientes en la valoración
5. Procedimientos de subsanación de errores de valoración
6. El papel de los proveedores de precios
7. Problemas actuales, propuestas y actuaciones del supervisor
8. Conclusiones

4. Sujetos intervinientes en la valoración.

Valoración y revisión



Entidades que revisan la valoración

Organismo Regulador/Supervisor

- Comisión Nacional de Valores en Argentina
- Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros en Bolivia
- Comisión de Valores Mobiliarios en Brasil
- Superintendencia de Valores y Seguros en Chile
- Superintendencia Financiera en Colombia
- Superintendencia General de Valores en Costa Rica
- Comisión Nacional del Mercado de Valores en España
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores en México
- Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios en Portugal

Auditor externo en Bolivia, Chile, España y Portugal

Órganos internos de la entidad que valora.

Auditor interno en Costa Rica, área de riesgos en Colombia y control interno en España

Depositario en Bolivia, España y Portugal

Asociaciones de IIC. ANBID en Brasil y AAFM en Chile.

Entidades encargadas de valorar

- **Sociedad Gerente** en Argentina
- **Sociedad Administradora de Fondos** en Bolivia, Chile y Costa Rica
- **Institución Administradora** en Brasil
- **Fiduciarias** en Colombia
- **Sociedad Gestora** en Portugal y, salvo ausencia de delegación por la sociedad de inversión, en España
- **Sociedad Valuadora** o **Sociedad Operadora de Sociedades de Inversión** en México

4. Sujetos intervinientes en la valoración. Delegación de funciones



La sociedad encargada de la valoración puede **delegar** tal función en otras entidades, si bien aquélla **mantendrá su responsabilidad** por las funciones delegadas, en Brasil, Chile, Costa Rica, España y Portugal.

En México, la **responsabilidad** es de la Sociedad Operadora de Sociedades de Inversión. Sin embargo, **puede reclamar** a la entidad en la que hubiese delegado la valoración los gastos o sanciones que se presenten por un error de ésta última.

La valoración **no puede ser delegada** en Argentina ni en Colombia.

1. Frecuencia de valoración
2. Métodos de valoración
3. Imposibilidad de valorar los activos. Procedimientos
4. Sujetos intervinientes en la valoración
5. Procedimientos de subsanación de errores de valoración
6. El papel de los proveedores de precios
7. Problemas actuales, propuestas y actuaciones del supervisor
8. Conclusiones

○ Posibilidad de recálculo de la información y corrección del error:

- en Bolivia,
- en Chile, previa autorización de la Superintendencia de Valores y Seguros,
- en México, avisando a la sociedad operadora y a la Comisión Nacional Bancaria de Valores.

En Colombia, los valores obtenidos pueden ser impugnados, si bien tiene escasa utilidad ya que no es posible el recálculo del valor liquidativo diario en fechas posteriores a la que corresponda.

○ **Responsabilidad.**

En Argentina, España y Costa Rica, se carece de un régimen específico y la entidad que valora se somete al régimen general de responsabilidad.

En Brasil, existe un proceso administrativo en la Comisión de Valores Mobiliarios y en la ANBID.

En Portugal, las Gestoras han de resarcir a los partícipes y a las IIC Mobiliarias perjudicadas por errores de valoración, en los casos establecidos y en un plazo determinado.

○ **Previsión en el manual** emitido por la sociedad operadora y la sociedad valuadora en México o por la sociedad gestora y la depositaria en España.

1. Frecuencia de valoración
2. Métodos de valoración
3. Imposibilidad de valorar los activos. Procedimientos
4. Sujetos intervinientes en la valoración
5. Procedimientos de subsanación de errores de valoración
6. El papel de los proveedores de precios
7. Problemas actuales, propuestas y actuaciones del supervisor
8. Conclusiones

6. El papel de los proveedores de precios

Tipos y supervisión



6. El papel de los proveedores de precios

Obligatoriedad y responsabilidades



El uso de un proveedor de precios tiene carácter **obligatorio** en México y, cuando es de aplicación el modelo SUP¹, en Chile.

Para los proveedores de precios **no** existe un **régimen de infracciones y sanciones específico**:

- En Chile,
- En Bolivia
- En Portugal
- Sin perjuicio de las responsabilidades que correspondan, en Costa Rica y España.

Los proveedores de precios **tienen obligaciones o responden de determinados aspectos específicos de su actividad** en Colombia y México.

¹El modelo SUP se aplica en Chile para valorar la renta fija nacional de los fondos de deuda con duración mayor a 90 días.

6. El papel de los proveedores de precios

Características del mercado



Único proveedor de precios

Bolsa Boliviana de Valores en Bolivia.
INFOVAL en **Colombia**.
Para activos valorados por el modelo
SUP, un único proveedor en **Chile**.

Dos proveedores de precios

PiP y VALMER en **México**.
Para valores locales, una empresa
subsidiaria de la Bolsa Nacional de
Valores y otra sociedad en **Costa Rica**.

Bloomberg y Reuters

Con carácter general en **España** y,
en ciertos supuestos, en **Argentina**,
Chile y **Costa Rica**.

Varias entidades adicionales

En **España**.

1. Frecuencia de valoración
2. Métodos de valoración
3. Imposibilidad de valorar los activos. Procedimientos
4. Sujetos intervinientes en la valoración
5. Procedimientos de subsanación de errores de valoración
6. El papel de los proveedores de precios
7. Problemas actuales, propuestas y actuaciones del supervisor
8. Conclusiones

■ Valoración de activos que no presentan transacciones o ilíquidos

En Argentina, la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión ha propuesto a la Comisión Nacional de Valores crear un proveedor de precios.

En Brasil, se está discutiendo a efectos del manual de valoración.

En Colombia y Costa Rica, se producen, por ello, distorsiones en la valoración y dificultan la determinación de curvas de referencia.

is

■ Valoración de activos extranjeros

En Brasil, se está discutiendo a efectos del manual de valoración.

En Chile, la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos y la Universidad Católica trabajan para incorporarlos al modelo SUP.

■ **Valoración de otros activos concretos y en general.**

Además, se está tratando la valoración de los derivados en México; los activos representativos del crédito privado en Brasil y el análisis de las mejores prácticas en la valoración de activos en España.

■ **Procedimientos ante situaciones de crisis.**

En Bolivia, tras la crisis por una incertidumbre política en 2002, que afectó a los fondos, la Asociación Boliviana de Agentes de Valores, junto con la Superintendencia, la Bolsa y otros interesados, desarrollaron una metodología única de valoración para evitar que distorsiones en precio afecten a las carteras de los participantes del mercado.

En Colombia, se analizan alternativas a la carencia de mecanismos que permitan a las IIC acceder a la liquidez en estas situaciones.

En España y Portugal, se ha notado la falta de liquidez tras la crisis subprime, realizándose un seguimiento por las autoridades supervisoras y las gestoras.

■ Promoción de las IIC

Sería aconsejable la promoción de las IIC en Colombia, flexibilizando la normativa para permitir a los administradores de los Fondos estructurar nuevos esquemas de inversión, y en España, donde los depósitos en entidades de crédito han canalizado gran parte del ahorro por las fuertes campañas publicitarias realizadas.

■ Otras cuestiones

En Colombia, existen problemas de valoración, ya que su sistema actual de negociación de deuda privada no permite la formación objetiva de precios.

En México, un proyecto importante para la industria que está pendiente desde hace varios años es una reforma de la Ley de Sociedades de Inversión, aprobada en 2001.

1. Frecuencia de valoración
2. Métodos de valoración
3. Imposibilidad de valorar los activos. Procedimientos
4. Sujetos intervinientes en la valoración
5. Procedimientos de subsanación de errores de valoración
6. El papel de los proveedores de precios
7. Problemas actuales, propuestas y actuaciones del supervisor
8. Conclusiones

✓ **Frecuencia valoración:**

Diaria, excepto, en algunos países, para ciertos tipos de IIC (financieras cerradas e inmobiliarias) o para supuestos en que se permita y se establezca otra periodicidad en el Reglamento de la IIC.

✓ **Métodos de valoración:**

En función del tipo de activo: fundamentalmente, métodos basados en transacciones en los mercados (precio de cierre o medio), para los valores cotizados; valor liquidativo, para las IIC no cotizadas, y diversos criterios, para los restantes valores no cotizados.

En función del emisor: especificidades en los métodos de valoración para activos extranjeros en varios países.

Origen de las obligaciones: normas jurídicas de obligado cumplimiento y, además, la autorregulación en dos países. Estas obligaciones determinan, en la mayoría de países, la elaboración de un **manual o procedimiento de valoración**.

✓ **Imposibilidad de valoración de los activos:**

Utilización de métodos, procedimientos y valores alternativos.
Suspensión total o parcial de las suscripciones y/o reembolsos.
Diferencial aplicado a la compra y venta de acciones emitidas por la Sociedad de Inversión.
Consideración del día como inhábil.

✓ **Sujetos intervinientes en la valoración:**

Entidad a la que se encomienda la valoración.
Entidades encargadas de revisar tal valoración: Organismo Regulador/Supervisor, auditores externos, órganos internos de la entidad a la que se encomienda la valoración, depositario y asociaciones de IIC.
Posibilidad de delegación, excepto en dos países, conservando la entidad delegante su responsabilidad.

✓ **Errores en la valoración**

Recálculo de la información y corrección del error.

Responsabilidad general o específica por su actividad.

Previsión de un procedimiento en el manual de la entidad a la que se encomienda la valoración y, en su caso, de la depositaria.

✓ **Proveedores de precios**

Entidades sujetas a supervisión, reguladas o no sujetas a supervisión.

Número reducido de proveedores de precios (generalmente, uno o dos).

✓ **Problemas actuales**

Fundamentalmente, la valoración de determinados activos (por ejemplo, los activos que no presentan transacciones o ilíquidos y los activos extranjeros) y procedimientos para valorar los activos y afrontar la falta de liquidez en situaciones de crisis.