



***Informe sobre  
valoración de los activos de las  
Instituciones de Inversión Colectiva  
en Iberoamérica***

***Realizado por INVERCO, Asociación de Instituciones de  
Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones de España***

## ÍNDICE

### Prólogo

#### 1. Frecuencia de valoración

#### 2. Métodos de valoración

##### 2.1. En función de la categoría de activos

2.1.1 VALORES COTIZADOS

2.1.2 VALORES NO COTIZADOS

2.1.3 VALORES PENDIENTES DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN

2.1.4 DEPÓSITOS EN ENTIDADES DE CRÉDITO

2.1.5 PARTICIPACIONES O ACCIONES EN OTRAS IIC

2.1.6 DERIVADOS

2.2. Diferencias en la metodología de cálculo, en función de si los activos son nacionales o extranjeros

2.3. Autorregulación sobre cuestiones relativas a la valoración.

2.4. Manual de valoración. Publicidad y/o puesta a disposición del inversor.

#### 3. Procedimientos en caso de que los activos no puedan ser valorados

3.1. Valoración por métodos, procedimientos o valores alternativos.

3.2. Suspensión de las suscripciones y/o reembolsos

3.3. Aplicación de un diferencial a la compra y venta de las acciones emitidas por las sociedades de inversión.

#### 4. Sujetos intervinientes en la valoración

4.1. Entidades encargadas de la valoración de los activos de las IIC

4.2. Revisión de la valoración

4.3. Delegación de la función de valoración y responsabilidades

#### 5. Procedimientos de subsanación de errores en la valoración

#### 6. El papel de los proveedores de precios

6.1. Recurso voluntario u obligatorio a estas entidades

6.2. Régimen de recursos propios y supervisión

6.3. Responsabilidades

6.4. Características del mercado

#### 7. Problemas actuales, propuestas y actuaciones del supervisor

#### 8. Conclusiones

## **Estudio sobre la valoración de los activos de las Instituciones de Inversión Colectiva en Iberoamérica**

El presente estudio tiene por objeto analizar la metodología de valoración de los activos de las Instituciones de Inversión Colectiva en los siguientes nueve países: **Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, España, México y Portugal**. A través del mismo, se ponen de manifiesto los principales rasgos normativos de los sistemas nacionales en la materia, destacándose los puntos de coincidencia y explicitándose las diferencias entre ellos.

Tales planteamientos permiten conocer las diferentes alternativas de valoración existentes, así como los aspectos susceptibles de mejora o adaptación en los diferentes países analizados.

Desde estas páginas, se agradece a las Asociaciones Nacionales miembros de FIAFIN la remisión de la información necesaria para elaborar este estudio, en base al cuestionario elaborado por INVERCO (Asociación Española de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones), que será presentado en la II Asamblea de la Federación Iberoamericana de Fondos de Inversión en junio de 2008.

## 1. FRECUENCIA DE VALORACIÓN

La valoración de las IIC financieras se realiza, con carácter general, diariamente.

No obstante, existen especificidades para ciertos tipos de IIC en algunos países, como muestra la tabla 1, y se refieren principalmente a:

- Las *IIC financieras cerradas* se valoran trimestralmente (Argentina).
- Las *IIC inmobiliarias* requieren diferenciar:
  - sus activos inmobiliarios se valoran previamente a su adquisición, venta o al desarrollo del proyecto de construcción y, además,
    - al menos, una vez al año (Costa Rica y España),
    - al menos, una vez cada dos años y siempre que ocurran circunstancias susceptibles de provocar alteraciones significativas en el valor del inmueble (Portugal).
  - sus activos financieros diariamente (Costa Rica) y, al menos, mensualmente (España y Portugal).
- Las *IIC de inversión libre (hedge funds)* se valoran diariamente, salvo que se trate de posiciones de difícil valoración (por no existir un mercado activo o precios accesibles, entre otros), en cuyo caso se podrá establecer una frecuencia menor (España).
- Los *Fondos Especiales de Inversión* (fondos de *hedge funds* y fondos de fondos inmobiliarios, entre otros) valoran sus valores mobiliarios diariamente y los restantes valores en cartera con una periodicidad mínima semestral y previamente a cada emisión de nuevas participaciones (Portugal).

**Criterios generales sobre la frecuencia de valoración de IIC**

**Tabla 1**

Tipo de IIC	Frecuencia de valoración		País
IIC financieras abiertas	Diaria		Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, España, México y Portugal
IIC financieras cerradas	Diaria		Costa Rica
	Trimestral		Argentina
IIC inmobiliarias	Activos inmobiliarios:	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
	Activos financieros	Diaria	Costa Rica
		Al menos, mensual	España y Portugal

Finalmente, la normativa de determinados países admite que los Reglamentos de las IIC establezcan otra frecuencia de valoración, siempre que se cumplan ciertos requisitos adicionales<sup>1</sup>.

## 2. MÉTODOS DE VALORACIÓN

Los métodos de valoración de las carteras de las IIC requieren diferenciar la **categoría de activos y el origen de la emisión** (nacional o extranjera) y analizar la **f fuente de las obligaciones en materia de valoración** (por ejemplo, la posibilidad de regulaciones complementarias a la normativa estatal, basadas en la autorregulación o manuales de valoración).

### 2.1. En función de la categoría de activos

#### 2.1.1 VALORES COTIZADOS

La mayoría de los países diferencian entre renta variable y renta fija a los efectos de definir los métodos de valoración de los valores cotizados<sup>2</sup>. No obstante, es necesario señalar que la valoración de las acciones y participaciones de IIC cotizadas se analizan en el apartado 2.1.5.

##### a) Renta variable

La renta variable cotizada se valora, en general, tomando como referencia las **transacciones en los mercados**.

En Costa Rica, la principal fuente de referencia son las transacciones de mercados de valores organizados. Si no existen negociaciones o son insuficientes, existen los criterios alternativos que se mencionan más adelante en el apartado 2.1.1.b).

En Portugal, se valoran a los precios registrados en los mercados en que se encuentren admitidos a negociación, al momento de referencia fijado en el

---

<sup>1</sup> En España, cuando así lo exijan las inversiones previstas, el Reglamento podrá establecer una valoración, al menos, quincenal para las IIC financieras.

En Colombia, va a entrar en vigor una normativa en junio de 2008 por la que las IIC cerradas podrán tener una periodicidad de valoración no diaria, siempre y cuando la misma se defina en el Reglamento y no sea mayor a la estipulada para la rendición de cuentas o cada vez que se realice distribución anticipada de dividendos.

<sup>2</sup> En todo caso, existen determinadas operaciones sobre activos con especificidades de valoración. Así, por ejemplo, en Costa Rica, las operaciones de recompra o de reporto no requieren de valoración a precios de mercado, sin perjuicio de la valoración a mercado que debe realizarse sobre los subyacentes de tales operaciones para efectos de sus llamadas a margen.

Reglamento de Gestión. Si se encontraran admitidos a negociación en varios mercados, se considera el precio registrado en el mercado que presente mayor cantidad, frecuencia y regularidad de transacciones.

No obstante, debe destacarse que algunos países basan la valoración en el precio de cierre y otros en el precio promedio ponderado.

- El precio de cierre o último hecho en el mercado es el criterio preferente para valorar la renta variable cotizada en Argentina, Brasil, México y España.

El mercado a considerar será, en Brasil, aquél en que el activo presente mayor liquidez, siempre que haya sido negociado por lo menos una vez en los últimos noventa días, y, en España, el más representativo por volúmenes de negociación.

En España, se establecen criterios subsidiarios. De esta manera, el precio será el de cierre del día de referencia, en su defecto, el del día inmediato hábil anterior, o, en ausencia de precio oficial de cierre, el cambio medio ponderado.

- El precio promedio ponderado de mercado del día se considera en Bolivia y, para las inversiones en renta variable nacional, en Chile.

En Bolivia, en caso de no existir transacciones en un día determinado, se tomará el más reciente entre el último precio de mercado disponible y el valor teórico de la acción en el último trimestre.

#### b) *Renta fija:*

La renta fija cotizada se valora considerando las **transacciones en el mercado** (fundamentalmente, el precio de cierre o un precio promedio), métodos de valoración basados en la **actualización de flujos** futuros a la tasa correspondiente (principalmente, la tasa interna de retorno de la inversión o tasas basadas en modelos de mercado u otros modelos) u **otros métodos de valoración** adecuados.

Así pues, los criterios de valoración de la renta fija cotizada son los siguientes:

- El precio de cierre en el mercado representativo en Argentina o el cambio de cierre más representativo (que se produce cuando un número significativo de intermediarios estén cotizando en firme el valor de renta fija) en España.

En España, se aplicarían los mismos criterios subsidiarios mencionados para la renta variable cotizada.

- El precio determinado por actualización de los pagos futuros a las tasas correspondientes en Chile.
  - Para los *fondos mutuos de deuda con duración menor a 90 días*, la tasa de descuento será la tasa interna de retorno implícita.
  - Para los *fondos mutuos de deuda con duración mayor a 90 días*, la tasa de descuento se determina a partir de un modelo denominado Sistema Único de Precios (SUP). La tasa se obtiene por valoración a mercado o valoración por modelo<sup>3</sup>.
- El valor promedio del día junto con otros criterios alternativos (Bolivia y México).
  - En Bolivia, se utiliza la *tasa promedio ponderada (TPP)* de las transacciones efectuadas, cuando la suma de transacciones de valores pertenecientes a un mismo código de valoración, que se realicen en un día en los mercados bursátiles autorizados, supera el volumen mínimo determinado para tal código de valoración.

Si la suma de transacciones para un código de valoración no supera dicho volumen mínimo, se aplica la *tasa vigente en el histórico de hechos de mercado*, que se conforma a partir de una tasa de rendimiento con una antigüedad no mayor a 60 días calendario. Si, además, no existe un hecho vigente en el histórico de hechos de mercado, se utiliza la *tasa de adquisición de dicho valor*.
  - En México, se usa un *volumen promedio* operado en el día o el *precio teórico* determinado según algún modelo matemático.
- El valor de mercado con diferencias en función del emisor en Brasil. De esta manera, se valora:

---

<sup>3</sup> La tasa puede obtenerse por valoración a mercado y valoración por modelo.

La *valoración a mercado* determina la tasa conforme al promedio ponderado por el volumen de las tasas observadas en el día en las "transacciones válidas" (verificadas mediante filtros por volumen mínimo de transacción y seguimiento del cambio de tasa) para el título o, en su defecto, para instrumentos de su misma categoría.

La *valoración por modelo* se utiliza en ausencia de transacciones válidas en el día para un título o para instrumentos de su misma categoría. Los instrumentos se agrupan por características comunes en cuanto a su valoración en "familias", dividiendo éstas en "categorías". A cada familia de instrumentos se le asigna una "estructura de referencia", que es una curva de tasas de interés calculada diariamente, en base a las transacciones diarias y pasadas. De las tasas de interés que conforman la "estructura de referencia", se obtiene la "TIR base", a la cual debe sumarse el "spread" para la categoría correspondiente. De esta manera, se obtiene la tasa que se utilizará para la valoración del instrumento.

La tasa entregada por el modelo se puede impugnar públicamente con el objetivo de recabar información relevante para la mejora continua de la metodología de valoración SUP.

- *renta fija pública* a los precios publicados por ANDIMA (Asociación de instituciones que operan en mercado abierto - bancos, corredores, distribuidores) y,
  - *renta fija privada*, que no tiene fuente de precios definida, a partir de una metodología que refleje la dinámica del mercado.
- Los precios determinados según las transacciones en los mercados junto con criterios alternativos (Costa Rica, Colombia y Portugal).
- En Costa Rica, la fuente de referencia son las transacciones de mercados de valores organizados. Si no existen negociaciones o son insuficientes, se estima el precio a partir de otros valores de referencia, posiciones del libro de órdenes, primas o tasas de rendimiento de referencia y encuestas a intermediarios bursátiles. Adicionalmente, existen determinadas excepciones<sup>4</sup>.
  - En Colombia, la deuda clasificada como inversiones negociables o como inversiones disponibles para la venta se valora:
    - Si existen precios justos de intercambio para el día de la valoración, el que se determine de manera puntual a partir de operaciones representativas del mercado.
    - Si no existen precios justos de intercambio para el día de la valoración, mediante el cálculo de la sumatoria del valor presente de los flujos futuros por concepto de rendimientos y capital, empleando tasas de referencia y márgenes calculados a partir de operaciones representativas del mercado agregadas por categorías.
  - En Portugal, la deuda cotizada basa su valoración en los precios registrados en los mercados en que se encuentren admitidos a negociación, según se señaló en el apartado 2.1.1.a). No obstante, si la deuda cotizada tiene un precio en el mercado que no sea representativo, pueden además ser considerados a efectos de su valoración: precios basados en ofertas firmes de compra o, siendo imposible su obtención, el valor medio de las ofertas de compra y de venta, difundidas a través de entidades especializadas que no estén en relación de dominio o de grupo con la Gestora.

### 2.1.2 VALORES NO COTIZADOS

Los valores no cotizados se valoran de forma diversa dependiendo del país considerado. Además, la inversión en este tipo de valores por las IIC está bastante

---

<sup>4</sup> En Costa Rica, los valores de renta fija con vencimiento igual o menor a 180 días, que formen parte de carteras de fondos de mercado de dinero, facultativamente pueden valorarse al coste amortizado o mediante periodificación lineal.

limitada en algunos países y excluida en el caso de Bolivia (donde las IIC sólo pueden invertir en valores registrados y cotizados en la Bolsa Boliviana de Valores SA, la única autorizada).

Las formas de valoración de los valores no cotizados son las siguientes:

- En Argentina, se considera el último valor conocido, al que se le puede incorporar el importe de los intereses devengados.
- En Chile, se valoran por su valor diario, conforme al precio de su adquisición y a las condiciones de su emisión.
- En Colombia, se tiene en cuenta la tasa interna de retorno.
- En Costa Rica, debe indicarse la metodología que se empleará, teniendo en cuenta que la estimación de precios de realización de los valores guarde consistencia con el principio del valor presente neto, y que la totalidad de valores del Fondo se consideran como disponibles para la venta.
- En España, se valoran a su valor estimado de realización, que será:
  - Para la *renta variable*, su valor teórico de acuerdo con el patrimonio contable ajustado de la entidad emisora.
  - Para la *renta fija*, el que corresponda según su vida residual<sup>5</sup>.
- En Portugal, los criterios a establecer por la Gestora consideran toda la información relevante del emisor y de las condiciones del mercado vigente en el momento de referencia y el valor probable de realización de los activos no cotizados. A estos

---

<sup>5</sup> A los efectos de la valoración de la renta fija no cotizada, se diferencia:

- *Valores cuya vida residual sea superior a seis meses*, se toma como valor de referencia el precio que iguale el rendimiento interno de la inversión a los tipos de interés de mercado vigentes en cada momento de la Deuda Pública asimilable por sus características financieras a dichos valores, incrementado en una prima o margen que sea representativo del grado de liquidez de los valores en cuestión, de las condiciones concretas de la emisión y de la solvencia del emisor y, en su caso, del riesgo país.

Esta prima se determina en el momento que se adquieran los valores de renta fija no cotizados y se mantiene constante mientras la IIC conserve su inversión, salvo que se produzcan cambios significativos en las circunstancias o los factores que hayan podido motivarla.

- *Valores cuya vida residual sea inferior o igual a seis meses*, se valoran por su precio de adquisición incrementado en los intereses devengados correspondientes, que se calcularán aplicando un método lineal de periodificación o la tasa interna de rentabilidad de los valores.

Para los valores emitidos con vencimiento superior a seis meses se comienza a aplicar esta regla el día en que resten justamente seis meses para su vencimiento, considerando como precio de adquisición el que en ese día se haya determinado de acuerdo con lo establecido en el primer guión.

En ambos casos, los flujos de los valores emitidos a tipo de interés variable se calculan suponiendo que el principal se amortiza en la siguiente fecha de fijación del tipo de interés, teniendo en cuenta el tipo vigente en el momento de la valoración y las condiciones de renovación.

efectos, la Gestora adoptará criterios basados en ofertas firmes de compra o, siendo imposible su obtención, el valor medio de las ofertas de compra y de venta, difundidas a través de entidades que no estén en relación de dominio o de grupo con la Gestora.

Si no pudieran aplicarse los criterios anteriormente descritos, las Gestoras recurren a modelos de valoración utilizados y reconocidos universalmente en los mercados financieros, asegurándose de que los presupuestos utilizados en la valoración se adecuan a valores de mercado.

### 2.1.3 VALORES PENDIENTES DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN

Sólo se contempla este tipo de inversiones:

- ◆ En Colombia, donde se tiene en cuenta la tasa interna de retorno,
- ◆ En España, donde se valoran a los cambios que se estimen, en función de las cotizaciones oficiales de valores similares de la misma entidad, procedentes de emisiones anteriores, teniendo en cuenta las diferencias que pueda haber en sus derechos económicos.
- ◆ En Portugal, donde se valoran de manera semejante a los activos no cotizados. No obstante, como alternativa, las Gestoras pueden adoptar criterios basándose en la valoración de valores mobiliarios de la misma especie emitidos por la misma entidad y que se encuentren admitidos a negociación, teniendo en cuenta las características de fungibilidad y liquidez entre las emisiones

### 2.1.4 DEPÓSITOS EN ENTIDADES DE CRÉDITO

La valoración se realiza de acuerdo con los siguientes criterios:

- Utilización de los criterios de la renta fija (Brasil y Chile).  
En Chile, se utiliza el modelo SUP, si el activo es nacional (apartado 2.1.1), y el método que corresponda, si es extranjero (apartado 2.2).
- Utilización del saldo al día (México) y el capital más intereses devengados a la fecha de la valoración (Argentina).
- Utilización de la tasa interna de retorno (Colombia) y el precio que iguale el rendimiento interno de la inversión a los tipos de mercado vigentes en cada momento, sin perjuicio de otras consideraciones, como por ejemplo las condiciones de cancelación anticipada (España).
- Utilización del valor razonable, entendido como valor probable de realización (Portugal).

### 2.1.5 PARTICIPACIONES O ACCIONES EN OTRAS IIC

La valoración de las IIC supone distinguir una **regla general**, así como una **regla relativa a las IIC cotizadas**.

Con carácter general, las IIC se valoran al valor liquidativo (Argentina, Brasil, Colombia, España y Portugal).

Ahora bien, las IIC que cotizan en mercado se valoran:

- En varios países (Bolivia, Chile y Colombia) al promedio ponderado de las transacciones realizadas.

En Bolivia, este valor tendrá una vigencia no mayor a 30 días siempre y cuando no se genere un nuevo hecho de mercado. Si se supera el plazo de vigencia del valor sin que exista un hecho de mercado, se debe considerar el valor liquidativo del Fondo, al cierre de operaciones del día anterior.

El período al que se refiere el promedio será diario en Bolivia y, para los valores de *alta bursatilidad*, en Colombia.

Para los valores de *media bursatilidad*, se utiliza en Colombia el promedio ponderado de los últimos cinco días en los que haya habido negociaciones, dentro de un intervalo igual al de la duración del período móvil que se emplee para el cálculo del índice de bursatilidad, incluyendo el día de la valoración. Si no hubiera negociaciones en tal lapso, se emplea el último valor registrado.

Para los valores de *baja o mínima bursatilidad* o sin ninguna cotización, se establecen en Colombia ciertos criterios<sup>6</sup>, que están siendo objeto de modificación.

- En España y Portugal, a su valor de cotización del día o momento de referencia, cuando sea representativo.

---

<sup>6</sup> Los títulos de baja o mínima bursatilidad o sin ninguna cotización se valoran en Colombia por alguno de los siguientes procedimientos:

- i. El coste de adquisición se debe aumentar o disminuir en el porcentaje de participación que corresponda al inversor sobre las variaciones patrimoniales subsecuentes a la adquisición de la inversión, que se calculan con base en los estados financieros certificados más recientes, los cuales en ningún caso pueden ser anteriores a seis meses contados desde la fecha de la valoración. Cuando se conozcan estados financieros más recientes, los mismos se deben utilizar para establecer la variación en cuestión.
- ii. Por el precio que determine un agente especializado en la valoración de activos mobiliarios.
- iii. Por un método que refleje de forma adecuada el valor económico de la inversión, previamente autorizado mediante normas de carácter general expedidas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

### 2.1.6 DERIVADOS

Con carácter general, los países diferencian entre derivados negociados en mercados oficiales y no negociados en tales mercados (OTC).

Sin embargo, la regulación en Colombia establece unos parámetros y condiciones para valorar derivados, sin tener en cuenta si se realizan en mercados oficiales u OTC<sup>7</sup>. México y Portugal tampoco destacan distinciones en función de su negociación o no en mercado.

#### a) *Derivados negociados en mercados oficiales*

Los derivados negociados en mercados oficiales se valoran **a valor de mercado** (Chile, Brasil, Argentina y España). Se especifica en Argentina y en España que se considerará el precio de cierre.

Se aplica el **valor razonable**<sup>8</sup>, en Portugal, y, cuando el precio de cierre no sea representativo, en España.

En México, aun cuando se encuentran realizando ajustes en los métodos de valoración y registro contable, las reglas obligan a que los derivados se valoren **a valor nominal**. A este respecto, la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles ha solicitado que la valoración de los derivados se realice a valor de mercado (ver apartado 7).

#### b) *Derivados OTC*

Las posibilidades son las siguientes:

---

<sup>7</sup> No obstante, existen otras posibilidades de valoración en Colombia, de manera que las entidades:

- Para valorar determinados derivados previstos en la normativa, pueden solicitar a la Superintendencia Financiera de Colombia la aprobación de nuevos métodos, siempre que sean de reconocido valor técnico, veraz y oportuno y tengan en cuenta ciertos riesgos, o el permiso para tomar los precios de mercado calculados directamente por sistemas de operación electrónica.
- Para valorar derivados distintos de los previstos en la normativa, deben remitir a la Superintendencia Financiera de Colombia, al menos, la definición completa de la operación y el(los) método(s) de valoración y contabilización, que consideren lo indicado en el epígrafe anterior.

<sup>8</sup> El valor razonable se refiere, en Portugal, al valor probable de realización y, en España, al importe por el que podría intercambiarse el instrumento financiero, en el momento de su valoración, en el marco de una transacción corriente celebrada en condiciones normales de mercado entre partes independientes e informadas que actúen de forma voluntaria, en una situación distinta de una venta forzosa o liquidación. En todo caso, los sistemas de valoración utilizados deberán ser de general aceptación.

○ **Valoración a precios de mercado.**

El precio de mercado se determina, siguiendo las normas de contabilidad internacional (Chile) y articulando un sistema de valoración (España), que tomará en cuenta los precios de mercado de los subyacentes a los que el derivado esté referenciado y las cotizaciones diarias ofrecidas por la contraparte<sup>9</sup>.

○ **Valoración al precio informado por servicios como Bloomberg o Reuters** (Argentina).

○ **Valoración y registro** (Brasil).

Aunque se negocian en mercados no organizados, las operaciones con estos derivados se registran en ciertos organismos<sup>10</sup>.

Cuando el derivado sea una *opción* y no presente negociaciones regulares en mercado o haya dificultades para la recogida de precios, debe ser definido un modelo de determinación de precios en que los parámetros sean claramente identificados y que los procesos para la validación de estos parámetros consten en el manual para la valoración.

○ **Valoración a valor nominal** (México), si bien se pretende su sustitución por el valor de mercado (ver apartado 7).

○ **Valoración a valor razonable**, entendido como valor probable de realización, (Portugal).

## 2.2. Diferencias en la metodología de cálculo, en función de si los activos son nacionales o extranjeros

La **mayoría de los países** (Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica y México) tienen **diferencias** en la metodología de cálculo **en función de si los valores son nacionales o extranjeros**.

Sólo 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.

---

<sup>9</sup> Para este tipo de instrumentos, la normativa española exige que la contrapartida del derivado u otro intermediario financiero asuma el compromiso de facilitar diariamente cotizaciones de compra y venta.

<sup>10</sup> Así por ejemplo, la Cámara de Custodia y Liquidación (que ofrece a las instituciones financieras soporte operacional de custodia, negociación electrónica, registro de contratos y liquidación financiera) o en la BM&F (Bolsa de derivados y futuros).

Las principales particularidades de la valoración de los activos extranjeros se mencionan a continuación:

- En Chile. Existen diferencias en la valoración de las categorías de activos extranjeros en que invierten los siguientes tipos de Fondos:
  - *Fondos de capitalización o renta variable*. Consideran, diariamente, el precio medio que presenten las transacciones en las Bolsas donde esté registrado el valor.
  - *Fondos mutuos de deuda con duración menor a 90 días*. A diferencia de los activos nacionales, deben contabilizar anticipadamente el interés y reajuste que cada instrumento devengará al día siguiente de la valoración.
  - *Fondos de deuda con duración mayor a 90 días*. A diferencia de los activos nacionales, no se utiliza el modelo SUP<sup>11</sup>.
  
- En Colombia. Se diferencia:
  - Inversiones que se cotizan en Bolsas de Valores del exterior.

Si cotizan en Bolsas internacionalmente reconocidas, se valoran por los criterios que se aplican con el siguiente orden de prelación:

    - 1° Por la cotización más reciente informada por la Bolsa en la que se negocie, durante los últimos cinco días, incluido el día de la valoración.
    - 2° En defecto del anterior, por el promedio de las cotizaciones reportadas durante los últimos treinta días naturales, incluido el día de la valoración.
    - 3° A falta de los anteriores, por las reglas previstas para las inversiones de baja o mínima bursatilidad o sin ninguna cotización.

Si el valor se negocia en varias Bolsas, en los casos 1° y 2°, se toma el promedio de las respectivas cotizaciones.

Si no cotizan en Bolsas internacionalmente reconocidas, se valoran según las reglas de las inversiones de baja o mínima bursatilidad o sin ninguna cotización.

---

<sup>11</sup> Las consideraciones para la valoración de este tipo de instrumentos en Chile son:

- Si en el día de la valoración el título fue negociado en algún mercado que publique estadísticas diarias de volúmenes y precios, se valorará considerando como tasa de descuento la tasa promedio ponderada de las transacciones informadas en el día de valoración.
- En el caso de no existir transacciones en el día de valoración, se debe considerar como tasa de descuento la última determinada cuando hubo transacción.
- En el caso de tratarse de instrumentos únicos, éstos se valoran considerando la tasa interna de retorno de adquisición del instrumento o aquella que resulte de ajustar la tasa a la cual se estaba valorando, en función de la variación de la estructura de tasas de interés promedio observada.

Actualmente, se trabaja para incorporar los instrumentos de deuda emitidos en el extranjero al modelo SUP, con el fin de homogeneizar a cabalidad las valorizaciones de las Administradoras.

- Inversiones que se cotizan simultáneamente en Bolsas de Valores colombianas y en Bolsas de Valores del exterior.

Se tiene en cuenta la Bolsa donde se negocia la mayor cantidad de los respectivos títulos y/o valores, durante los últimos treinta días comunes incluido el día de la valoración.

- En Costa Rica, los valores extranjeros se calculan con base en la sobretasa estimada en los precios de cierre que envía el broker-dealer internacional con el cual se pacte el suministro continuo de los precios de mercado un día antes de la valoración.

Para valores extranjeros, se da prioridad al precio de las fuentes si existe, ajustando la sobretasa calculada con los precios de cierre del día anterior. Para valores nacionales, aplica el precio de las fuentes en el día de valoración por lo que la sobretasa que aplica es la correspondiente a los precios del día de valoración.

- En México, la valoración la realiza una entidad independiente a la Operadora de Sociedades de Inversión (valorador de precios).

### **2.3. Autorregulación sobre cuestiones relativas a la valoración.**

**Gran parte de los países no contemplan la autorregulación** en materia de valoración (Argentina, Bolivia, Colombia<sup>12</sup>, Costa Rica<sup>13</sup>, España, México<sup>14</sup> y Portugal). En ellos, las cuestiones referentes a la valoración de los activos sólo están establecidas en normas jurídicas de obligado cumplimiento.

Se permite la **autorregulación** en Brasil y Chile en los siguientes términos:

---

<sup>12</sup> No obstante, en Colombia se pueden hacer propuestas o considerar alternativas. Así,

- Un comité consultivo, conformado por las entidades de regulación y supervisión y por los diferentes gremios del sector financiero, evalúa periódicamente las metodologías de valoración y presentan a consideración de la Superintendencia Financiera, cambios o actualizaciones a la misma.
- Las entidades pueden presentar propuestas al proveedor de precios para ser analizadas.
- El administrador del sistema cuenta con un comité consultivo conformado por personas del área de riesgo y financiera, que se utiliza cuando existe alguna duda o inquietud sobre operaciones en el mercado. Existe la posibilidad de no tener en cuenta los precios derivados de las operaciones cuando éstas no sean consideradas por los operadores y analistas como de mercado.

<sup>13</sup> En Costa Rica, debe presentarse al Regulador la propuesta de metodología que aplicará en la valoración de activos, y una vez aceptada por el Regulador, no puede apartarse de dicha metodología. La presentación ha de realizarse por la gestora o, si ésta indica al Regulador que usará la metodología de un proveedor independiente, por tal proveedor. En todo caso, pueden plantearse cambios posteriores a la metodología.

<sup>14</sup> En México se permitió excepcionalmente durante una crisis económica en 1993, que gremialmente se definieran a diario los porcentajes de sobre/subvaluación que se aplicaban a los precios de los fondos a fin de evitar salidas masivas de clientes, quedando el diferencial a favor de los inversionistas que continuaban en el fondo. En todo caso, actualmente, no está en operación.

- En Brasil, además de los criterios y fuentes a utilizar definidos por el regulador, la Asociación Brasileña de IIC (ANBID) determina, por autorregulación, que la administradora elabore un manual de valoración.
- En Chile, se desarrolló la metodología del modelo SUP por la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos (AAFM) y la Universidad Católica, con el objetivo de que el partícipe invierta por las estrategias de inversión y no por las estrategias de valoración de una Administradora en particular y se homogeneice las valoraciones de los instrumentos de deuda.

La Superintendencia de Valores y Seguros de Chile considera que el uso del modelo es obligatorio para todas las Sociedades Administradoras y la AAFM audita el modelo SUP periódicamente.

#### **2.4. Manual de valoración. Publicidad y/o puesta a disposición del inversor.**

La **exigencia de manuales o procedimientos de valoración** existe en la **práctica totalidad de los países** (Bolivia, Brasil, Costa Rica, México, España, Portugal y, para los instrumentos de deuda del mercado nacional, en Chile). Tales documentos establecen, entre otros aspectos, la metodología de valoración de todos los activos, los controles a realizar, las fuentes de precios y los sistemas de valoración alternativos para activos sin liquidez.

En Costa Rica, se documenta en tres niveles:

- 1) Un reglamento de valoración de carteras con procedimientos generales, que es emitido por el Regulador.
- 2) Un manual general de procedimientos de valoración que la sociedad debe elaborar y remitir al Regulador. No es un documento técnico o metodológico.
- 3) La metodología de valoración de los títulos, con supuestos específicos, que se envía a la Superintendencia General de Valores.

En México, se manifiesta en dos niveles:

- 1) Un manual elaborado por la operadora junto con la entidad valoradora que contrata. En él, se definen las políticas aplicables a la provisión de gastos y comisiones que cobra la gestora al fondo. No es estándar ya que cada valoradora tiene sus propios métodos de valoración.
- 2) Un manual elaborado por los proveedores de precios, según exige la regulación aplicable. En él, se define la metodología que aplicarán, incluidas sus fuentes de información.

Tales documentos son públicos y/o se encuentran a disposición de los partícipes en Chile, en Portugal y, mediante una versión simplificada disponible para el inversor, en Brasil.

En Costa Rica, tal publicidad o puesta a disposición se establece para la metodología de valoración de los títulos con supuestos específicos. Por el contrario, el manual general de procedimientos de valoración es confidencial y privado.

**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. Tampoco se exige en Colombia actualmente, si bien en junio de 2008 entrará en vigor una normativa que exige tener registrado en el Reglamento la forma de valoración de los activos.

### **3. PROCEDIMIENTOS EN CASO DE QUE LOS ACTIVOS NO PUEDAN SER VALORADOS.**

A continuación, se analizan los procedimientos, normativos o voluntarios, de los que se disponga para los casos en que los activos no puedan ser valorados, bien porque el precio de mercado no refleje el valor real de los activos, bien por situaciones de iliquidez, complejidad o suspensión o cierre de negociación en los mercados.

En estos casos, existen varias soluciones consistentes en la **valoración por métodos, procedimientos o valores alternativos, la suspensión de las suscripciones y/o reembolsos o la aplicación de un diferencial a tales suscripciones y/o reembolsos.**

#### **3.1. Valoración por métodos, procedimientos o valores alternativos.**

La utilización de métodos, procedimientos o valores alternativos se prevé en Bolivia, Brasil, Chile, Costa Rica, Colombia, Portugal y, en los supuestos indicados más adelante, en España. Las alternativas en caso de imposibilidad de valorar por los métodos habituales se mencionan a continuación para cada país:

- Bolivia. Cuando el precio o la tasa de mercado de una transacción de renta fija o variable en concreto sea significativamente distinto al precio o tasa vigente en el mercado, la Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros podrá resolver que no se considere esa información para efectos de valoración.

Además, para la renta fija, la norma establece unos intervalos fuera de los cuales se entiende que las tasas de rendimiento no reflejan el valor real de los activos.

- Brasil. Se diferencia si el activo es de renta fija o variable.

Para la *renta fija*, se valorará por el valor obtenido por la cotización de otro activo de, al menos, naturaleza, plazo, riesgo e indexación similar, por la actualización de flujos de caja futuros, o por aplicación de una técnica o modelo matemático o estadístico de precios.

Para la *renta variable*, los activos sin negociación en los últimos noventa días, deben valorarse por el menor entre los siguientes valores:

- el coste de adquisición;
- la última cotización disponible;
- el último valor patrimonial del título divulgado por Comisión de Valores Mobiliarios;
- el valor líquido probable de realización obtenido mediante una técnica o modelo de precio.

Por autorregulación, para la renta fija privada o con riesgo de crédito y la renta variable, ha de establecerse una metodología que refleje la dinámica del mercado. Las cotizaciones consideradas atípicas se excluyen de la valoración y la documentación relacionada<sup>15</sup> debe conservarse por la administradora durante un plazo mínimo de cinco años.

- Chile. Cuando el modelo de valoración no otorgue tasas para un determinado instrumento, la Superintendencia determina que debe ser valorado a valor de mercado según los siguientes criterios:

- Si en el día de valoración el título se hubiera negociado en un mercado respecto de cuyas transacciones se publique estadística diaria de precios y volúmenes, se utilizará el valor resultante de actualizar él o los pagos futuros del título a la tasa interna de retorno promedio ponderada de las transacciones informadas del día, siempre que éstas hayan superado un total de 500 UF<sup>16</sup>.
- Si en el día de valoración no se hubiese superado el importe de 500 UF, o bien, si no se hubiese negociado el título, éste se valorará utilizando la última tasa de descuento determinada de acuerdo con el punto anterior.

---

<sup>15</sup> Se refiere a los documentos que configuran las atipicidades de la cotización excluida y los documentos, criterios y métodos utilizados para la valoración económica del activo.

<sup>16</sup> La Unidad de Fomento (UF) es una medida expresada en pesos chilenos, que se reajusta diariamente en función del Índice de Precios al Consumidor. A 31 de diciembre de 2007, su importe ascendía a 19.622,66 pesos (aproximadamente 40 dólares).

No obstante, la normativa prevé un procedimiento extraordinario aplicable en períodos de crisis, en virtud del cual la valoración obtenida conforme a los apartados anteriores podrá ser objeto de ajustes. Se encomienda a la Superintendencia de Valores y Seguros la facultad de determinar cómo y cuándo debe ser aplicado dicho procedimiento.

- Costa Rica. Se distinguen dos supuestos:
  - *Inexistencia o insuficiencia de negociaciones*. Si, debido a ello, se utilizan otros mecanismos para la estimación del precio, la administradora del Fondo podrá apartarse del valor resultante de la metodología si, a su juicio, existen circunstancias relativas al riesgo de los valores que no se han visto reflejadas en ese precio, con unos límites cuantitativos<sup>17</sup> y periódicos<sup>18</sup>.
  - *Insuficiencia de información*. Si, por ello, impide calcular el precio, se usará el precio emitido para la fecha hábil anterior, actualizado en su caso a la fecha de valuación. La actualización consiste en aplicar el cambio en las variables que afectan al precio anterior, como por ejemplo, actualización de la tasa, devengar el cupón un día más, considerar que el plazo por vencer es de un día menos, etc.
- Colombia. La metodología a seguir debe ser aprobada por el ente regulador.
- Portugal. Se consideran los criterios señalados para los valores no cotizados (ver apartado 2.1.2).
- España. Se establecen los siguientes criterios alternativos de valoración:
  - Para la *renta variable*, se empleará el último cambio fijado o un precio menor, si constara de modo fehaciente.
  - Para la *renta fija*, se empleará el precio que iguale el rendimiento interno de la inversión a un tipo que recoja, por una parte, la evolución de los tipos de interés de mercado, y por otra, el riesgo de crédito del emisor.
  - En los *restantes supuestos*, no se recoge expresamente ningún criterio.

---

<sup>17</sup> El precio efectivamente utilizado por el administrador no podrá diferir en más de setenta y cinco puntos básicos (75 pb) del precio resultante de la aplicación de la metodología, tratándose de instrumentos de deuda, ni en más del uno por ciento (1%) tratándose de acciones o valores de participación de Fondos de Inversión cerrados.

<sup>18</sup> Los operadores podrán hacer uso de esta atribución un máximo de cinco veces al mes para cada tipo de instrumento que forme parte de sus carteras. Si las condiciones de mercado exigen apartarse de los precios resultantes de la aplicación de las metodologías, un número mayor de veces, el administrador deberá solicitar la autorización al Superintendente.

Tales criterios se aplicarán cuando algunos valores, que se encuentren en cartera del Fondo, tengan suspendida la contratación, la valoración de dichos valores no exceda del cinco por ciento del valor del patrimonio y así se haya previsto en el reglamento del Fondo.

En el caso contrario, la suscripción y reembolso de participaciones se harán en efectivo por la parte del precio de la participación que no corresponda a los valores citados en el párrafo precedente, y la diferencia se hará efectiva cuando se reanude la contratación, habida cuenta de la cotización del primer día en que se produzca<sup>19</sup>.

Finalmente, cuando no exista precio para valores que representen más de un cinco por ciento del patrimonio del Fondo porque no haya mercado en un día en concreto, como en los días festivos, el día se considerará inhábil a efectos de suscripciones y reembolsos, debiendo atenderse las solicitudes recibidas al siguiente día hábil. En este supuesto, la falta de precios se debe a la inexistencia del mercado en un día y no a la suspensión de la cotización de un valor en el mercado.

### **3.2. Suspensión de las suscripciones y/o reembolsos**

En Argentina, en caso de imposibilidad de valorar los activos, se determina la suspensión de la obligación de calcular el valor liquidativo y suspensión de los reembolsos.

En España, la suspensión de las suscripciones y reembolsos se produce *excepcionalmente*. Los motivos y procedimientos son los siguientes:

- Por causas que afecten a la contratación de todo un mercado o sistema organizado de negociación, los valores cotizados tengan suspendida su contratación y representen más del ochenta por ciento del valor del patrimonio del Fondo. Tal suspensión debe comunicarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y durará hasta que se solventen las causas que dieron origen a la suspensión.
- Por imposibilidad de determinar los precios u otra causa de fuerza mayor. Tal suspensión temporal se determina por la CNMV mediante un procedimiento extraordinario, iniciado de oficio o a petición de la Gestora.

---

<sup>19</sup> En la suscripción, el partícipe, y en los reembolsos, la Gestora, hará constar que se comprometen a hacer efectivas las diferencias calculadas en la forma expresada; la Gestora deberá proceder a la compensación de diferencias cuando el partícipe solicitase el reembolso de las participaciones antes de superarse las circunstancias que dieron lugar a su débito.

### **3.3. Aplicación de un diferencial a la compra y venta de las acciones emitidas por las sociedades de inversión.**

En México, ante condiciones desordenadas de mercado que pudieran generar compras o ventas significativas e inusuales de sus acciones, las Sociedades de Inversión pueden aplicar al valor liquidativo de las acciones emitidas, un diferencial de hasta el dos por ciento para la realización de operaciones de compra y venta sobre las mismas. El diferencial queda en la Sociedad de Inversión, en beneficio de los accionistas que permanezcan.

El diferencial ha de aplicarse de forma no discriminatoria, consistentemente a todas las operaciones de la Sociedad de Inversión con sus inversores el día de la valoración y debe ser claramente informado en los prospectos de información al público inversor y en los contratos que suscriba el inversor.

## **4. SUJETOS INTERVINIENTES EN LA VALORACIÓN**

### **4.1. Entidades encargadas de la valoración de los activos de las IIC**

Las entidades a las que se encomienda la función de valoración de los activos de las IIC reciben las siguientes denominaciones:

- Sociedad Gerente (Argentina),
- Sociedad Administradora de Fondos (Bolivia<sup>20</sup>, Chile y Costa Rica).
- Institución Administradora (Brasil),
- Fiduciarias (Colombia),
- Sociedad Gestora (Portugal) y, para la valoración de los Fondos de Inversión y, si delegan en ella, de las Sociedades de Inversión (España)<sup>21</sup>.
- Sociedades Valuadoras o Sociedades Operadoras de Sociedades de Inversión (México).

### **4.2. Revisión de la valoración**

La valoración de los activos es revisada por las siguientes entidades:

---

<sup>20</sup> En Bolivia, la Sociedad Administradora puede contratar la valoración con un proveedor de precios, conservando aquélla su responsabilidad ante el regulador.

<sup>21</sup> En ausencia de delegación de la valoración por las Sociedades de Inversión en España, se encargan los administradores de la propia Sociedad de Inversión.

a) *Organismo Regulador/Supervisor*

Todos los países cuentan con un Organismo Regulador/Supervisor con facultad de inspección de la valoración efectuada. Tales Organismos son:

- Comisión Nacional de Valores (Argentina),
- Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (Bolivia<sup>22</sup>),
- Comisión de Valores Mobiliarios (Brasil),
- Superintendencia de Valores y Seguros (Chile<sup>23</sup>),
- Superintendencia Financiera (Colombia),
- Superintendencia General de Valores (Costa Rica),
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (España),
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores (México),
- Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios (Portugal).

La periodicidad de envío de información a estos organismos es diaria en Costa Rica, semanal en Argentina y mensual en España.

b) *Audidores externos.*

La valoración se supervisa por auditores externos en Bolivia, Chile, España y también en Portugal.

c) *Órganos internos de la sociedad que valora.*

Dentro de las entidades que valoran, las áreas de auditoría interna, riesgos o control interno revisan la valoración realizada (Colombia, Costa Rica o España).

d) *Depositario.*

La entidad en la que se encuentran depositados los valores revisan su valoración en Bolivia, Portugal y, al menos con carácter mensual, en España.

e) *Asociaciones de IIC*

Las Asociaciones de IIC brasileña (ANBID) y chilena (Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos, AAFM) supervisan las valoraciones. La primera tiene

---

<sup>22</sup> En Bolivia, la SPVS realiza una revisión de la valoración de los portafolios de las entidades sujetas a supervisión mediante carteras espejo.

<sup>23</sup> En Chile, la SVS supervisa el cumplimiento de las disposiciones referentes a la valorización de activos.

encomendadas funciones de autorregulación y la segunda vigila el cumplimiento del modelo SUP a través de auditorías externas con carácter mensual.

#### **4.3. Delegación de la función de valoración y responsabilidades**

- Brasil, Chile, Costa Rica, España y Portugal: la sociedad encargada de la valoración puede delegar tal función en otras entidades, si bien aquélla mantendrá su responsabilidad por las funciones delegadas.
- 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.
- Argentina y Colombia: la función de valoración no puede ser delegada.

### **5. PROCEDIMIENTOS DE SUBSANACIÓN DE ERRORES EN LA VALORACIÓN**

Los procedimientos de subsanación de errores en la valoración suponen analizar los siguientes aspectos:

◆ *Posibilidad, en su caso, de recálculo de la información y corrección del error.*

- Bolivia: si se detectan fallos en la valoración, existe la posibilidad de reproceso de la información a cargo de la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, sin perjuicio de sus responsabilidades.
- Chile: si se detectan errores involuntarios en la valoración, se solicita autorización a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) para modificar el valor, explicando las razones que llevaron a cometer el error. Posteriormente, en el caso de que la SVS lo autorice, se procede a modificar el valor en el sitio web de la SVS.
- Colombia: existe, por parte del administrador del sistema de valoración, un mecanismo que permite realizar una impugnación sobre los valores obtenidos, pero a partir del siguiente día. En el caso de las carteras colectivas que deben valorar diariamente, este sistema tiene escasa utilidad por cuanto no es posible volver a realizar otro cierre de la cartera, recalcular el valor liquidativo y suministrar esta información a toda la red que distribuye el fondo.
- México: los errores se corrigen de manera interna, dando aviso a la sociedad operadora y a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

◆ **Responsabilidad**

- Argentina, España y Costa Rica: no se contempla expresamente ningún mecanismo específico, si bien la sociedad administradora o gestora se encuentra sometida al régimen general de responsabilidad derivada de su actuación.

En España, además, el depositario tiene obligación de revisar que la valoración se realiza correctamente y sin errores, de manera que también serán responsables frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causen por incumplimiento de sus obligaciones legales.

- Brasil: las irregularidades en la valoración a mercado determinan un proceso administrativo en la Comisión de Valores Mobiliarios y en la asociación de IIC brasileña (ANBID).
- Portugal: las Gestoras proceden por su propia iniciativa al resarcimiento de los perjuicios sufridos por los partícipes como consecuencia de errores en la valoración del patrimonio de las IIC mobiliarias, en el cálculo y en la difusión del valor liquidativo, que le sean imputables, siempre que:
  - La diferencia entre el valor correcto y el valor efectivamente utilizado en las suscripciones y reembolsos sea igual o superior, en términos acumulados, a 0,5% ; y
  - El perjuicio sufrido, por partícipe, sea superior a 5 €.

Las Gestoras resarcen igualmente a los partícipes perjudicados, en los términos antes indicados, por errores en la realización de operaciones por cuenta de la IIC Mobiliaria o en la imputación de las operaciones de suscripción y reembolso al patrimonio de la IIC Mobiliaria, en particular por el proceso indebido de las mismas.

Los importes debidos por los diversos errores señalados son pagados a los partícipes perjudicados en el plazo máximo de 30 días desde la constatación del error, a menos que otra fecha sea fijada por la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios, siendo tal procedimiento individualmente comunicado a los partícipes dentro de aquel plazo.

Las Gestoras compensan siempre a las IIC Mobiliarias, en el plazo de 30 días, por los perjuicios sufridos como consecuencia de errores en la valoración del patrimonio de la IIC Mobiliaria, en el cálculo o en la difusión del valor liquidativo o en la asignación de las suscripciones u reembolsos, que le sean imputables.

◆ *Previsión en el manual de la administradora y/o depositaria*

El procedimiento de subsanación de errores se establece o suele establecerse en el manual correspondiente emitido por la sociedad operadora y la sociedad valuadora en México, o por la sociedad gestora y la depositaria<sup>24</sup> en España.

En España, los manuales de procedimientos de control interno, que deben establecer las gestoras, en la práctica, suelen contener procedimientos específicos a adoptar en caso de errores en los valores liquidativos. Es frecuente que estos procedimientos contemplen la obligación de compensar a los partícipes y/o a la IIC, cuando, debido a errores en la valoración de los activos, se hayan admitido suscripciones o reembolsos a un valor liquidativo erróneo. Asimismo, la compensación suele preverse sólo para los casos en los que el error tiene cierta materialidad, medida ésta como un porcentaje sobre el valor liquidativo, y que habitualmente distingue entre IIC monetarias (en tal caso, el umbral de materialidad es más bajo) y el resto de IIC.

## 6. EL PAPEL DE LOS PROVEEDORES DE PRECIOS

### 6.1. Recurso voluntario u obligatorio a estas entidades

La utilización de un determinado proveedor de precios tiene **carácter obligatorio** en México y, en determinados supuestos, en Chile.

- En México, la valoración de los activos objeto de inversión de las Sociedades de Inversión se realiza con los precios que proporcionan los proveedores de precios (PiP y VALMER). Estas empresas determinan los precios de acuerdo a las metodologías definidas por cada una de ellas, que fueron aprobadas por la autoridad reguladora.
- En Chile, el modelo SUP, regulado por la Superintendencia de Valores y Seguros, es de obligatoria aplicación para los instrumentos de deuda nacional mantenidos en cartera por los Fondos Mutuos de deuda con duración mayor a 90 días. Fuera del alcance de este modelo, las administradoras pueden disponer de otros proveedores.

---

<sup>24</sup> Los depositarios deben a comunicar con carácter inmediato a la CNMV cualquier anomalía que detecten en la gestión o administración de las IIC y que revista una especial relevancia, considerándose especialmente relevantes, entre otras, aquéllas que pudieran tener impacto apreciable en su valor liquidativo. Aunque la normativa nuevamente opta por no cuantificar cuál ha de ser este impacto, el depositario debe tener un manual de procedimientos, en el que lo habitual será que proceda a fijar un porcentaje, a partir del cual los errores detectados en el cálculo del valor liquidativo deberán ser comunicados inmediatamente a la CNMV.

En Bolivia, las Bolsas de Valores, autorizadas por la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros, actúan como proveedoras de precios de los participantes del mercado de capitales, entre ellos los Fondos de Inversión.

Los servicios de los proveedores de precios tienen **carácter voluntario** en Costa Rica<sup>25</sup>, España<sup>26</sup> y Portugal, si bien son ampliamente utilizados en los dos primeros países indicados.

Finalmente, Colombia se encuentra en período de transición al respecto:

- Actualmente, el administrador del sistema valora diariamente a precios de mercado los activos negociados a través de los sistemas de negociación e informa los precios, márgenes, índices y curvas de referencia calculados conforme a la metodología establecida, la cual es aprobada por la Superintendencia Financiera. En este momento, existe un solo proveedor de precios para el que la normativa colombiana establece una regulación y fija los parámetros para su actividad.
- En un futuro, se prevé la expedición de un Decreto, que autorizará a que la administración de sistemas de negociación de valores y registro de operaciones sobre valores, se lleve a cabo por entidades denominadas “proveedores de precios”, entre cuyas funciones se encuentran: expedir las metodologías de valoración, prestar el servicio de cálculo, determinación y suministro de precios para la valoración de inversiones y divulgar información de tasas, índices y calificaciones. Las metodologías de valoración serán elaboradas y publicadas conforme a los objetivos y criterios establecidos por la entidad de control, quien podrá formular objeciones a las mismas.

---

<sup>25</sup> En Costa Rica, el proveedor puede difundir cotizaciones de los activos del mercado, o bien realizar la valoración de todo el activo del fondo.

<sup>26</sup> En España, es frecuente que la sociedad gestora contrate los servicios de entidades, que pueden agruparse en tres tipos:

- Entidades que se limitan a difundir cotizaciones de activos;
- Entidades que facilitan herramientas, como calculadoras de precios, las cuales permiten a las Gestoras (a partir de la introducción de una serie de parámetros, referentes tanto al mercado como a las características de los activos) valorar activos sobre los que no se dispone de precios, o bien contrastar la validez de los precios empleados.
- Entidades especializadas en la realización de valoraciones alternativas, las cuales, a partir de modelos de valoración internos, suministran a la Gestora el valor estimado de realización de determinados activos de difícil valoración (como derivados OTC, activos de renta fija poco líquidos o determinados productos estructurados).

## 6.2. Régimen de recursos propios y supervisión

Las entidades mencionadas en el apartado anterior **no** son entidades **sujetas a supervisión o a un régimen de recursos propios** (Chile, Costa Rica, España y Portugal).

Por el contrario, tales entidades se encuentran **sometidas a supervisión y reguladas** en Bolivia y Colombia.

- En Bolivia, las Bolsas de Valores, que actúan como proveedores de precios, son supervisadas por la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (que verifica, además, que cuenten con la infraestructura y tecnología adecuadas) y se rigen por la normativa específica para este tipo de entidades.
- En Colombia, las entidades están sujetas a supervisión de la Superintendencia Financiera, debiendo cumplir ciertos requisitos para su constitución. Próximamente la actividad será regulada, como ya se hizo con los sistemas de negociación.

También, se encuentran **reguladas** en México, donde el servicio de suministro de precios se realizará por sociedades cuyo objeto sea exclusivamente la prestación habitual y profesional del servicio de cálculo, determinación y suministro de precios actualizados para valoración de activos e instrumentos financieros, que se organicen y funcionen con arreglo a las disposiciones legales y administrativas que les resulten aplicables.

## 6.3. Responsabilidades

Para los proveedores de precios **no** existe un **régimen de infracciones y sanciones específico** en Bolivia<sup>27</sup>, Chile<sup>28</sup>, Costa Rica, España y Portugal<sup>29</sup>. No obstante, esta previsión se establece sin perjuicio de las responsabilidades que correspondan en Costa Rica<sup>30</sup> y en España<sup>31</sup>.

---

<sup>27</sup> No obstante, cabe destacar que en Bolivia, hasta ahora, no se ha experimentado ningún error en los precios facilitados por la Bolsa.

<sup>28</sup> En Chile, al no encontrarse supervisada por la Superintendencia de Valores y Seguros la figura del proveedor de precios, ella no se responsabiliza de los precios entregados. Es cada Administradora responsable de la utilización de los datos provistos por el proveedor, es decir, la responsabilidad sobre la valoración de activos recae en la Administradora del Fondo y es indelegable.

<sup>29</sup> En Portugal, la responsabilidad última es siempre de la entidad Gestora.

<sup>30</sup> En Costa Rica, la eventual responsabilidad del proveedor de precios ante el administrador de carteras surge de lo que se haya pactado contractualmente con la administradora del fondo. Para estos

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

- En Colombia, ante las entidades de control, tienen responsabilidades de cumplir con aspectos de reglamentos, cambios de metodología e información entre otros.

Sin embargo, desde la Asociación de Fiduciarias Colombiana, se ha insistido en la necesidad de fijar o determinar responsabilidades cuando se presenten errores en el suministro de datos o en el cálculo de precios, tasas o indicadores, sin que exista hasta la fecha un marco normativo en este aspecto.

- En México, el proveedor de precios debe resolver las objeciones que le formulen las Sociedades de Inversión usuarias de sus servicios, sobre los precios utilizados para la valoración, el mismo día de su entrega, cuando a su juicio existan elementos que permitan suponer una incorrecta aplicación de la metodología o modelos de valuación que se utilicen para el cálculo y determinación de dichos precios o bien, éstos no representen adecuadamente los niveles de mercado, debiendo informar de ello a la Comisión.

Cuando se modifique algún precio utilizado para valoración, el proveedor de precios comunicará la modificación correspondiente a todas las sociedades de inversión usuarias de sus servicios y a la mencionada Comisión, en la misma fecha en que resuelva su procedencia.

Finalmente, la responsabilidad por el precio de los activos que conforman la cartera del Fondo es de la Operadora (Gestora), aunque, al igual que se señaló en el apartado 4.3 para el supuesto de delegación, podrá repercutir a sus proveedores los gastos y sanciones en los que incurra como consecuencia del empleo de precios erróneos.

---

efectos, el administrador debe remitir el contrato respectivo a la Superintendencia, en el momento que comunique la metodología seleccionada.

<sup>31</sup> En España, los proveedores de precios están sometidos al régimen general aplicable a cualquier actividad mercantil. Es decir, se les aplica el de responsabilidad civil por los incumplimientos contractuales o los daños o perjuicios causados a terceros, y el de responsabilidad penal, en caso de que sus actuaciones pudieran ser tipificadas como falta o delito.

Además, podrían incurrir en una infracción si sus actuaciones resultaran contrarias al régimen de difusión de información que pudiera tener impacto en el normal funcionamiento de los mercados de valores. Este último régimen se prevé de manera muy estricta en la Ley del Mercado de Valores.

#### 6.4. Características del mercado

El suministro de precios está concentrado en un número limitado de entidades. Así pues, pueden diferenciarse las siguientes situaciones:

- **Un único proveedor de precios.** Los precios los proporciona un único proveedor en Bolivia (la Bolsa Boliviana de Valores S.A.) y en Colombia (donde es administrado por una entidad que hace parte de la Bolsa de Valores de Colombia y se conoce como INFOVAL).

En Chile, existe un proveedor de precios *de instrumentos de renta fija del mercado local*, utilizado con generalidad. Dado que los servicios de este proveedor están ligados al modelo SUP, de obligado cumplimiento para determinados activos de renta fija, toda la industria dispone de ellos.

- **Dos proveedores de precios.** En México, los proveedores de precios son sólo dos empresas (PiP y VALMER).

En Costa Rica, en el caso de valores locales, existen dos proveedores de precios. Uno de ellos es una empresa subsidiaria de la Bolsa Nacional de Valores, la cual domina mayoritariamente el mercado respectivo. Un segundo proveedor, de reciente operación, corresponde a una sociedad perteneciente a una de las empresas proveedoras de precios que opera en México.

Adicionalmente, los servicios proporcionados por *Reuters* y *Bloomberg* se utilizan significativamente:

- Como servicios adicionales utilizados por las sociedades administradoras, independientemente del ligado al modelo SUP (Chile),
- Para los valores extranjeros (Costa Rica)
- Para los derivados no negociados en mercados oficiales, derivados “over the counter”, (Argentina),
- Con carácter general (España).

Asimismo, en España, existe un número indeterminado (se estima que podría situarse en torno a veinte) de entidades que realizan valoraciones alternativas con carácter profesional.

## **7. PROBLEMAS ACTUALES, PROPUESTAS Y ACTUACIONES DEL SUPERVISOR**

Los problemas actuales, las propuestas de solución y las actuaciones del supervisor en relación con la valoración de activos son los siguientes:

- Argentina

El bajo nivel de transacciones genera inconvenientes a la hora de valorar activos en cartera por su precio de cierre, muchas veces inexistente.

Para hacer frente a esta situación, la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión ha propuesto a la CNV crear la figura del proveedor de precios, con el fin de hacer más eficiente y homogéneo el proceso de valoración de activos.

- Bolivia

El mercado de capitales en Bolivia sufrió una crisis el año 2002. A consecuencia de ella, los Fondos de Inversión, experimentaron una reducción de más del 50% del valor del mercado. Desde entonces, se ha recuperado la confianza de los inversores, recuperándose el valor de los Fondos de Inversión e incrementándose los participantes de estos Fondos.

Después de aquella situación, la SPVS, la Asociación Boliviana de Agentes en Valores, la Asociación Boliviana de Aseguradores, Administradoras de Fondos de Pensiones y la Bolsa Boliviana de Valores realizaron un trabajo conjunto para determinar procedimientos a aplicar en el futuro ante eventuales comportamientos atípicos en la formación de precios de mercado para instrumentos locales en el mercado de valores.

En el año 2005 surgió una nueva metodología única de valoración a precios de mercado para evitar que distorsiones en el precio afecten las carteras de los participantes del mercado, lo que podría derivar en nuevas crisis para los Fondos de Inversión Abiertos.

Se pretende generar mayores y mejores posibilidades de inversión, tanto en la cantidad como en la variedad y origen de los instrumentos para que los Fondos de Inversión ofrezcan mejores condiciones a sus participantes.

- Brasil

Se encuentra en discusión los temas relativos al manual de valoración en cuanto a activos en el exterior y activos representativos del crédito privado, en sus diferentes modalidades, y activos ilíquidos.

- Chile

Existen diferencias en la metodología de valoración de instrumentos de deuda de emisores nacionales y extranjeros, como se mencionó en apartados anteriores.

Es un objetivo prioritario del Comité de Finanzas de la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos incorporar este tipo de activos a la metodología SUP, para lo cual se está trabajando en conjunto al Laboratorio de Investigación Avanzada en Finanzas de la Universidad Católica de Chile.

- Colombia

Las incidencias se refieren a los siguientes aspectos:

- En materia de valoración, existen inconvenientes en materia de “muestra” para poder determinar las curvas de referencia que se utilizan actualmente en el mercado.
- El sistema actual de negociación de deuda privada no permite la formación objetiva de precios.
- Existen títulos que no presentan negociación, para los que se utilizan metodologías que distorsionan en algunos casos la valoración de dichos activos.
- Se carece de mecanismos que permitan a las carteras colectivas acceder a liquidez en periodos de estrés de los mercados. Es importante buscar alternativas que sean expeditas y logren mitigar esta clase de riesgos.
- En este momento, resulta necesario promocionar las carteras colectivas, flexibilizando la normativa de manera que permita a los administradores de los Fondos estructurar nuevos esquemas de inversión.

- Costa Rica

El mercado de carteras colectivas (Fondos de Inversión y de Pensiones), sigue mostrando una alta concentración en valores domésticos, y entre ellos en valores de renta fija (títulos de deuda). No obstante, ha habido un leve avance en la diversificación internacional. Esto ha hecho que la industria no se haya afectado por las crisis que se han dado en los mercados internacionales de renta variable o en la reciente crisis “subprime”.

Existe una alta cantidad de emisiones de volúmenes muy reducidos, incluso saldos de emisiones no estandarizadas, con una presencia baja o casi nula en los mercados secundarios de Bolsa. Esto ha hecho muy difícil crear una curva de rendimientos tipo o

curva soberana, y por tanto, las estimaciones de precios de activos de baja presencia en bolsa, ha demostrado sesgos recurrentes, en ocasiones propiciando serios errores de valoración final de los Fondos.

Estos sesgos, a su vez, generan en los rendimientos de los Fondos, una volatilidad artificial, puesto que no proviene de los precios razonables del mercado, sino de los resultados de estimaciones que, por dificultad del modelo y fragilidad de sus supuestos metodológicos, arroja resultados que muchas veces no son sostenibles.

- España

Afortunadamente, la crisis hipotecaria de Estados Unidos acaecida en agosto de 2007 (o crisis “subprime”), no ha tenido un impacto excesivo en la actuación de las IIC, dado que la presencia de activos afectados en sus carteras es prácticamente residual.

No obstante, esta crisis ha tenido dos efectos colaterales que sí han incidido en la industria de inversión colectiva en España:

- El primero de ellos se debe al estrechamiento de los mercados de renta fija, con la consiguiente iliquidez y dificultad de valoración de determinados activos incluidos en las carteras de algunas IIC. Esta situación, en un número muy reducido de casos, ha obligado a las IIC españolas a atender parcialmente las suscripciones y reembolsos, en aplicación de los mecanismos señalados en el Apartado 3 de este Informe. Asimismo, ha motivado determinadas actuaciones por el Organismo Supervisor, tendentes a verificar que las valoraciones de estos activos estaban siendo correctamente realizadas por las Gestoras.
- El segundo se debe a la preferencia de los inversores por otros productos financieros (básicamente, depósitos bancarios). Lo anterior, ha sido debido a la necesidad de las entidades de crédito de compensar el elevado peso en sus balances de los préstamos hipotecarios concedidos, lo que ha provocado la realización de fuertes campañas publicitarias, que han generado que gran parte del ahorro se canalice a través de depósitos en entidades de crédito, en detrimento de otros instrumentos financieros, como las IIC.

Actualmente, se ha constituido un grupo de trabajo en INVERCO para la identificación de mejores prácticas en materia de valoración de activos.

- México

Son cuestiones de actualidad 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.
  - Se ha realizado una propuesta que permita, en el registro contable de operaciones con instrumentos financieros derivados, el empleo del “Mark to Market” y no el Valor Nocial como está definido en las disposiciones de carácter secundario. La autoridad reguladora (Comisión Nacional Bancaria y de Valores) está analizando tal propuesta, si bien todavía no lo ha reflejado en la regulación.
- Portugal

La industria de Fondos portuguesa ha notado las consecuencias de la crisis hipotecaria o subprime, sobre todo en el segmento de Fondos de obligaciones y de tesorería que se han visto afectados por la falta de liquidez en los mercados derivada de tal crisis.

La evolución de esta situación ha sido objeto de seguimiento por las sociedades gestoras y por las autoridades de supervisión.

## 8. CONCLUSIONES

Del análisis efectuado en el presente Informe, pueden extraerse las conclusiones que se detallan a continuación.

La **frecuencia valoración** de las IIC financieras es, con carácter general, diaria. No obstante, algunos países tienen especificidades para ciertos tipos de IIC (principalmente, IIC financieras cerradas, IIC inmobiliarias y hedge funds) o permiten establecer, en determinados supuestos, otra periodicidad de valoración en el reglamento de la IIC.

Los **métodos de valoración** de los activos de las IIC tratan de reflejar su valor de mercado. A tal efecto, puede distinguirse la valoración de los siguientes activos:

- La renta variable, la renta fija y las IIC se valoran, con carácter general:
  - Si se trata de valores *cotizados*, toman como referencia las transacciones en los mercados, siendo métodos habituales de valoración el precio de cierre, el precio promedio ponderado y, en algún país para la renta fija cotizada, la actualización de los pagos futuros.
  - Si se trata de *valores no cotizados*, se utiliza, para las IIC, el valor liquidativo y, para la renta variable y la renta fija, diversos criterios, que consideran:
    - i) el precio de adquisición o último valor conocido, junto con las condiciones de la emisión o, para activos de renta fija, los intereses devengados, o
    - ii) el valor teórico contable para la renta variable, o

- iii) la tasa interna de retorno; u
- iv) otras tasas o valores que reflejen, entre otros aspectos, las condiciones del emisor, de la emisión y del mercado.

- Los derivados se valoran principalmente a valor de mercado o a valor razonable, si bien existen excepciones en algún país (especialmente, para los derivados OTC).
- Los valores pendientes de admisión a cotización sólo tienen criterios específicos de valoración en pocos países.

Los **métodos de valoración de los activos extranjeros** presentan diferencias con los aplicados a los activos nacionales en cinco países y coincide con los utilizados para los activos nacionales en tres países. En un país, está en discusión este aspecto.

La **fuerza de las obligaciones** en materia de valoración son normas jurídicas de obligado cumplimiento. Adicionalmente, dos países contemplan la autorregulación en determinados aspectos.

Tales obligaciones determinan la **elaboración de un manual o procedimiento de valoración**, con carácter general, en seis países y, sólo para determinados valores del mercado nacional, en un país. Dos países no contemplan ninguna obligación al respecto, si bien en uno de ellos va a entrar en vigor una normativa que lo exigirá en el futuro.

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, se utilizan métodos, procedimientos o valores alternativos en la mayoría de los países. No obstante, se contempla, en algunos casos, la suspensión total o parcial de las suscripciones y reembolsos, la aplicación de un diferencial a la compra y la venta de las acciones emitidas por las Sociedades de Inversión o la consideración del día como inhábil.

La **valoración de los activos** en cartera de las IIC **se encomienda** a determinadas entidades que reciben distintas denominaciones y **es revisada** por el Organismo Regulador/Supervisor en todos los países. Adicionalmente, algunos países contemplan que la revisión de la valoración se efectúe por los auditores externos, determinados órganos internos de la entidad a la que se encomienda la valoración, el depositario o las asociaciones de IIC.

Gran parte de los países admiten la **delegación** de la función de valoración, si bien la entidad delegante conserva su responsabilidad por las funciones delegadas. Por el contrario, se ha puesto de manifiesto en dos países que no se admite tal delegación.

Los **errores en la valoración** dan lugar a las responsabilidades correspondientes, que pueden establecerse de manera general o específicamente para estos supuestos. Adicionalmente, se contemplan, en su caso, mecanismos de recálculo de la información y corrección del error o procedimientos de subsanación de errores establecidos en el manual de la entidad encargada de valorar y/o de la depositaria.

Los **proveedores de precios** para la valoración de los activos de las IIC pueden ser:

- Bolsas de Valores o entidades que forman parte de ellas, sometidas a supervisión y regulación,
- Sociedades con objeto social exclusivo sujetas a regulación y
- Otras entidades no sujetas a supervisión.

La mayoría de ellos carecen de un régimen de infracciones y sanciones específico, sin perjuicio, en su caso, de las responsabilidades que correspondan. No obstante, el ordenamiento jurídico de dos países establece obligaciones o responsabilidades específicas por determinados aspectos de su actividad.

Con carácter general, existe un número reducido de proveedores de precios (una o dos entidades) en la mayoría de los países.

Finalmente, las **cuestiones objeto de análisis** en los países son principalmente la valoración de determinados activos (por ejemplo, los activos que no presentan transacciones o ilíquidos o los activos extranjeros) y los procedimientos para valorar los activos y afrontar la falta de liquidez en situaciones de crisis.