A man with grey hair and glasses, wearing a dark suit, light blue shirt, and dark tie, is standing in a modern office. He is looking down at a white document he is holding in his left hand. His right hand is resting on a desk in front of him. On the desk, there are several papers, a tablet, a pen, and a pair of glasses. The background shows a glass-walled office space with other desks and chairs, and a staircase with a glass railing to the left.

# Guía para la Valorización de Fondos de Inversión en Chile: Gobernanza y Mejores Prácticas

Enero 2026

ACAFI

# CONTENIDOS

## 01

Introducción  
Página 3

## 02

Revisión de Mejores Prácticas a Nivel Internacional  
Página 4

## 03

Principios para una Adecuada Valorización  
Página 7

## 04

Gobernanza y Gestión de Riesgos  
Página 9

## 05

Transparencia y Trato Justo  
Página 15

## 06

Metodologías y Técnicas de Valoración  
Página 17

## 07

Recomendación de Mejores Prácticas por tipo de Fondos y Activos  
Página 23

## Anexos

**Anexo 1:** Normativa Local Vigente

**Anexo 2:** Clasificación ACAFI de Fondos de Inversión Públicos

**Anexo 3:** Método del Valor Patrimonial Proporcional (VPP)- en temas contables

**Anexo 4:** Recomendación para valorización de activos inmobiliarios

Glosario

## Bibliografía

Reseñas Bibliográficas



# Introducción



La valorización de los fondos de inversión es uno de los temas contingentes de mayor importancia y complejidad para la Industria de Fondos de Inversión, tanto en Chile como en el mundo. Particularmente, la valoración de activos de baja liquidez y/o alternativos constituye un desafío importante, ya que dichos activos tienen un alto potencial de rentabilidad para inversionistas que cuentan con mayores plazos y que tienen perfiles adecuados para enfrentar mayores niveles de volatilidad. Al mismo tiempo, la valorización se debe llevar a cabo con altos estándares de transparencia y la utilización de buenas prácticas para incrementar la confianza en este tipo de inversiones.

Es importante tener en cuenta que las administradoras tienen una responsabilidad legal con respecto a la valorización. De acuerdo a la Ley 20.712, ellas son las que deben establecer el valor de los distintos activos que componen sus fondos. Aunque está contemplado que puedan existir terceros que las pueden ayudar en esta tarea, las administradoras siguen siendo las responsables finales de asignar el valor de las inversiones.

En atención a la importancia de esta materia, la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI), ha realizado esta nueva versión de la guía de buenas prácticas para valorización de fondos de inversión que se espera que contribuya a mejorar los estándares de valorización utilizados por las Administradoras y precisamente, a fortalecer los niveles de confianza de nuestros inversionistas.

Esta nueva versión no es un replanteamiento completo de la versión original elaborada en 2020, sino que se estructura sobre la base de esa guía, pero destacando las mejores prácticas de valorización que se observan a nivel internacional, particularmente en mercados con

mayor nivel desarrollo y que están recogidas en diversas guías elaboradas por asociaciones y organismos internacionales especializados en esta materia. En esta línea, las guías y los principios planteados por IOSCO, AIMA e IPEV, entre otros, son los pilares fundamentales para la elaboración de la nueva versión del presente documento.

Por cierto, la consideración del tipo de activo subyacente sigue siendo un elemento central en la distinción del tipo de prácticas y normativa a considerar para lograr una adecuada valorización en cada caso. Sin perjuicio de ello, un elemento particularmente importante a considerar dentro de esta guía es aquel relacionado con el gobierno corporativo y las mejores prácticas en la determinación de las valorizaciones, más allá de los aspectos metodológicos y técnicos que por supuesto son también muy relevantes en la valorización.

Las referencias normativas vigentes para el mercado local se incorporan en términos resumidos en el Anexo. Se espera que este anexo sea dinámico y se actualice conforme entren en vigencia nuevas disposiciones que se apliquen en materia de valorización.

La elaboración de esta guía ha contado con la activa participación y contribución de numerosos expertos y actores del mercado a nivel nacional e internacional y la experiencia de PwC en estas materias.

Como Asociación seguimos convencidos que la industria debe ir más allá de lo que exige la normativa aplicable con el objetivo de tener una industria que crezca en forma sostenible y contribuya al desarrollo del país. ACAFI en conjunto con nuestros asociados, continuará trabajando en el perfeccionamiento de las herramientas que contribuyan a lograr de estos objetivos.

# Revisión de Mejores Prácticas a Nivel Internacional

A nivel internacional, y en parte como respuesta al creciente fenómeno de popularidad de los activos alternativos, se ha generado una extensa literatura sobre el tema de la valorización de fondos de inversión en la última década. Este desarrollo ha sido impulsado principalmente por organismos reguladores, entidades representativas de las gestoras de fondos, asociaciones profesionales y firmas de servicios especializados.

La presente sección resume los principales avances impulsados por estos participantes destacando por área, los referentes más utilizados en los mercados desarrollados de fondos.

## 2.1 Gobernanza: Organismos reguladores y entidades representativas de la industria de gestoras de fondos.

Entre los organismos reguladores que han publicado guías sobre esta materia destacan la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos (SEC), la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido (FCA), la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), la Comisión de Supervisión del Sector Financiero de Luxemburgo (CSSF), la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia (AMF) y, el Banco Central de Irlanda (CBI), entre otros. Asimismo, lo han hecho entidades que representan la industria de gestoras de inversión, como la Asociación de Gestión de Inversiones Alternativas (AIMA), la Asociación de Estándares para Inversiones Alternativas (SBAI) y la Asociación de Fondos de Inversión de Luxemburgo (ALFI)<sup>1</sup>.

Estos distintos organismos han expresado su inquietud sobre las posibles consecuencias que valorizaciones inadecuadas podrían tener para las partes involucradas, tales como:

### a) Perjuicios al inversionista

**Trato perjudicial:** Los inversionistas pueden pagar de más o recibir menos al invertir o desinvertir en un fondo, lo que genera resultados inequitativos entre distintos inversionistas o generaciones de inversionistas.

**Comisiones y desempeño distorsionados:** Las comisiones de gestión y éxito pueden ser cobradas en exceso o por debajo de lo debido, y el desempeño reportado puede inducir a error, afectando la toma de decisiones y la confianza de los inversionistas.

### b) Ineficiencias de Mercado

**Asignación ineficiente de capital:** Las valoraciones inexactas pueden llevar a decisiones deficientes de asignación de portafolio, rebalanceo o cobertura, así como a la canalización de capital hacia gestores o estrategias que aparentan tener mejor desempeño debido a una mala valoración, y no a su habilidad real.

**Riesgos de liquidez y mercado secundario:** Los inversionistas pueden no lograr rescatar sus inversiones a valor justo o verse forzados a vender con descuentos significativos, especialmente en mercados estresados.

<sup>1</sup> La Sección Referencias Bibliográficas entrega el detalle y referencias de los documentos mencionados.

### c) Riesgos Sistémicos y Regulatorios

**Inestabilidad de mercado:** Los activos mal valorados pueden desencadenar ventas forzadas, crisis de liquidez o contagio entre mercados, especialmente en períodos de tensión.

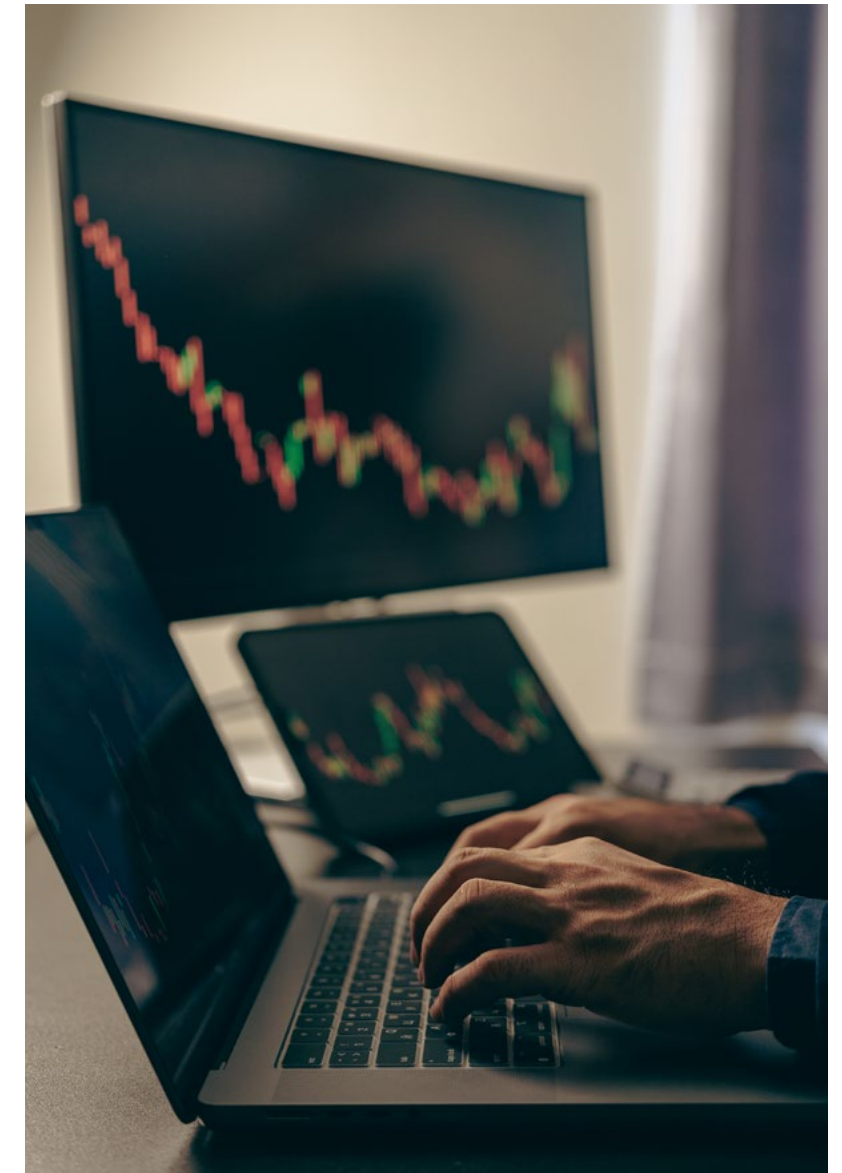
**Pérdida de confianza y daño reputacional:** La valoración inadecuada persistente debilita la confianza en los fondos, los gestores y las clases de activos, y puede facilitar el fraude o la mala conducta si los controles son débiles, debilitando la confianza de los inversionistas y de la sociedad en el sistema financiero y particularmente, en algunas clases de activos.

**Consecuencias operativas, legales y regulatorias:** La valoración inadecuada puede derivar en incumplimientos normativos, multas, litigios, problemas de auditoría y correcciones de estados financieros, exponiendo a gestores y fondos a riesgos legales y reputacionales significativos.

Las recomendaciones de los Organismos se han orientado principalmente a promover una estructura sólida de gobernanza. Esta estructura ayuda a gestionar o mitigar los riesgos señalados. Adicionalmente, el uso consistente de metodologías de valoración adecuadas, controles efectivos, la transparencia y una gestión proactiva de los conflictos de interés son elementos que se destacan transversalmente.

A modo general, se puede distinguir un marco unificado para las prácticas de valoración en fondos de inversión, basado en ciertos pilares fundamentales entre los que se puede distinguir: (i) gobernanza e independencia, (ii) metodologías consistentes y transparentes, y (iii) gestión de riesgos y protección al inversionista. Estos pilares buscan asegurar procesos de valoración justos, precisos y resilientes en distintos tipos de activos y estructuras de fondos.

A partir de estos elementos identificados, la **Sección 3** compila una serie de principios que son recomendables para aplicación al caso chileno en función de la realidad y tamaño de nuestro mercado.



## 2.2. Metodología: Asociaciones de profesionales y de industria

Complementariamente, las metodologías de valoración juegan un rol clave en la consecución de un valor adecuado, más aún, tratándose de activos alternativos cuyo riesgo inherente de valoración es más alto. En atención a esta problemática, un gran número de asociaciones de profesionales y de la industria, tales como la IVSC (*"International Valuation Standards Council"*), la AICPA (*"American Institute of Certified Public Accountants"*) y la IPEV (*"International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines"*) han publicado extensos documentos detallando las metodologías y técnicas más apropiadas para la evaluación de activos alternativos.

Estas asociaciones parecen estar en gran parte alineadas respecto a los fundamentos metodológicos y técnicos, partiendo del principio rector que las inversiones en mercados privados (alternativos) deben valorarse a valor razonable (*"fair value"*), determinado según las hipótesis de participantes de mercado, utilizando procesos robustos, calibrados y bien gobernados.

El concepto de valor razonable es central en la valorización de los activos, ya sea tomando valores directos de transacciones de mercado, bajo algunas condiciones, o empleando alguna técnica de estimación de dicho valor cuando la primera opción no está disponible. El detalle de las metodologías comúnmente utilizadas se trata en detalle en la **Sección 6** de este documento.

Sin perjuicio de establecer correctamente el valor de las inversiones se deben tener en cuenta una serie de principios o buenas prácticas asociadas al ejercicio de valoración propias de los fondos de inversión, entre los cuales se destacan los siguientes:

**1. Principio de Calibración:** Asumiendo una inversión en condiciones de mercado, los modelos utilizados en la valoración de activos deben ser calibrados a la transacción inicial para permitir la coherencia en fechas de medición posteriores.

**2. Principio de Exit Backtesting:** Backtesting de salidas realizadas frente a estimaciones previas de valor razonable con el objetivo de mejorar procesos.

**3. Estructuras de Capital Complejas:** Método de Valoración de Opciones (OPM) y métodos híbridos para asignar valor entre clases de acciones considerando derechos y preferencias. En estos casos también se utilizan modelos basados en escenarios y ponderación de probabilidades para resultados inciertos o empresas en etapas tempranas.

**4. "Practical Expedient":** Los intereses en fondos (LP/GP)<sup>2</sup> se valoran usando el NAV como expediente práctico si el NAV está basado en valor razonable y es actual.

Estos principios han sido incorporados en las normas IFRS (*International Financial Reporting Standards*), emitidas por el IASB (*International Accounting Standards Board*) con sede en Inglaterra, y utilizadas en más de 120 países, entre ellos Chile.

Por su parte, Estados Unidos, Japón y varios miembros de la Unión Europea (incluido Luxemburgo) aplican la metodología contable **US GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*)**. No obstante, el concepto de valor razonable bajo US GAAP establece que la valoración de una entidad debe realizarse a valor de mercado, mientras que, conforme a **IFRS 13**, la valoración debe efectuarse considerando el precio de salida, es decir, el importe que se recibiría por vender el activo en una transacción ordenada entre participantes del mercado.

<sup>2</sup> Limited Partner / General Partner.

# Principios para una Adecuada Valoración

La presente sección se basa en la extensa literatura internacional que ha sido publicada en la última década, y a partir de ella, se elabora una lista de principios para una adecuada valorización de inversiones, basada en tres pilares: 1) Gobernanza y Gestión de Riesgos, 2) Transparencia y Protección al Inversionista y 3) Técnicas y Metodología.

## 1. Gobernanza y Gestión de Riesgos

- **Establecer estructuras sólidas de gobernanza garantizando la independencia funcional y jerárquica del proceso de valoración:** La estructura de gobernanza debe tener roles definidos con tres líneas de defensa claramente establecidas (áreas de inversiones y operacional, área de gestión de riesgos y cumplimiento y área de auditoría interna). La valoración debe realizarse de forma independiente de la gestión de inversiones para evitar conflictos de interés. Esto implica separar funciones, establecer controles internos y asegurar que quienes valoran no estén influenciados por quienes gestionan.
- **Establecer políticas y procedimientos de valoración documentados:** Los gestores deben contar con políticas claras, completas y actualizadas que definan cómo se valoran los activos, quién es responsable de cada etapa del proceso y cómo se supervisa. Estas políticas deben revisarse periódicamente y adaptarse a los tipos de activos y estrategias del fondo.
- **Establecer comités de valoración con miembros independientes y calificados:** Los comités deben tener autoridad para revisar y aprobar valoraciones, y estar compuestos por personas con experiencia técnica, ajenas a la gestión directa de los activos. Su rol es clave para garantizar la objetividad y la supervisión efectiva.
- **Identificar y gestionar conflictos de interés:** Los conflictos pueden surgir por diversas razones, entre las más comunes se

encuentran: comisiones ligadas al NAV, transferencias de activos, marketing, financiamiento o remuneración. Los conflictos deben ser identificados, documentados y mitigados activamente.

- **Implementar mecanismos de detección temprana de errores de valoración:** Los fondos deben contar con controles que detecten errores en el cálculo del NAV o en la valoración de activos, y procedimientos para corregirlos y compensar a los inversionistas afectados.
- **Monitorear riesgos de valoración en activos complejos o ilíquidos (alternativos):** Los activos difíciles de valorar requieren controles adicionales, especialmente en condiciones de mercado estresadas. Esto incluye pruebas de liquidez y revisión de modelos.
- **Supervisar el uso de asesores externos de valoración:** Cuando se recurre a terceros, debe evaluarse su independencia, experiencia y metodología. El fondo sigue siendo responsable de la valoración final.
- **Mantener registros detallados y accesibles:** Toda la documentación relacionada con valoraciones debe conservarse por el tiempo requerido por la normativa, y estar disponible para supervisores y auditores.
- **Prepararse para condiciones de mercado estresadas:** Las políticas deben prever escenarios de estrés y definir cómo se ajustarán las valoraciones ante eventos extremos o incertidumbre.

## 2. Transparencia y Protección al Inversionista

- **Proporcionar informes detallados a nivel de fondo y de activos:** Los informes deben incluir nexos con la valoración que expliquen los cambios en el NAV, diferenciando entre factores de mercado y desempeño financiero.
- **Divulgar metodologías, frecuencia y gobernanza de la valoración:** Los inversores deben recibir información clara y comprensible sobre cómo se valoran los activos, con explicaciones no técnicas y sin lenguaje genérico.
- **Alinear la frecuencia de valoración con los ciclos de negociación del fondo:** Si los inversores pueden suscribir o rescatar frecuentemente, las valoraciones deben actualizarse con igual frecuencia para evitar precios desfasados.
- **Asegurar trato justo entre inversores:** Especialmente en fondos abiertos, las valoraciones deben reflejar el valor real de los activos para evitar que unos inversores se beneficien a costa de otros.
- **Involucrar activamente a los auditores:** Los auditores deben participar en el proceso de valoración, revisar modelos y supuestos, y aportar una visión independiente.

## 3. Técnicas y Metodología

- **Aplicar metodologías de valoración de forma consistente:** Los activos similares deben valorarse con los mismos métodos, salvo que existan razones justificadas para cambiar. La consistencia evita arbitrariedades y asegura comparabilidad entre fondos.
- **Realizar calibraciones y pruebas retrospectivas (backtesting):** Comparar valoraciones anteriores con precios de transacción reales permite evaluar la precisión de los modelos y ajustar metodologías si es necesario.
- **Utilizar técnicas de valoración apropiadas y reconocidas:** Las metodologías deben estar alineadas con normas contables, tales como IFRS 13 o ASC 820, y adaptarse al tipo de activo: enfoque de mercado, de ingresos o de costos.
- **Documentar insumos clave, supuestos y justificaciones:** Toda valoración debe estar respaldada por documentación que explique los datos utilizados, los modelos aplicados y las razones detrás de cada decisión. Esto facilita auditorías y revisiones.
- **Incorporar valoraciones ad hoc ante eventos materiales:** Cuando ocurren eventos significativos que afectan el valor de los activos, se deben realizar valoraciones fuera del ciclo regular para evitar precios obsoletos o desalineados.



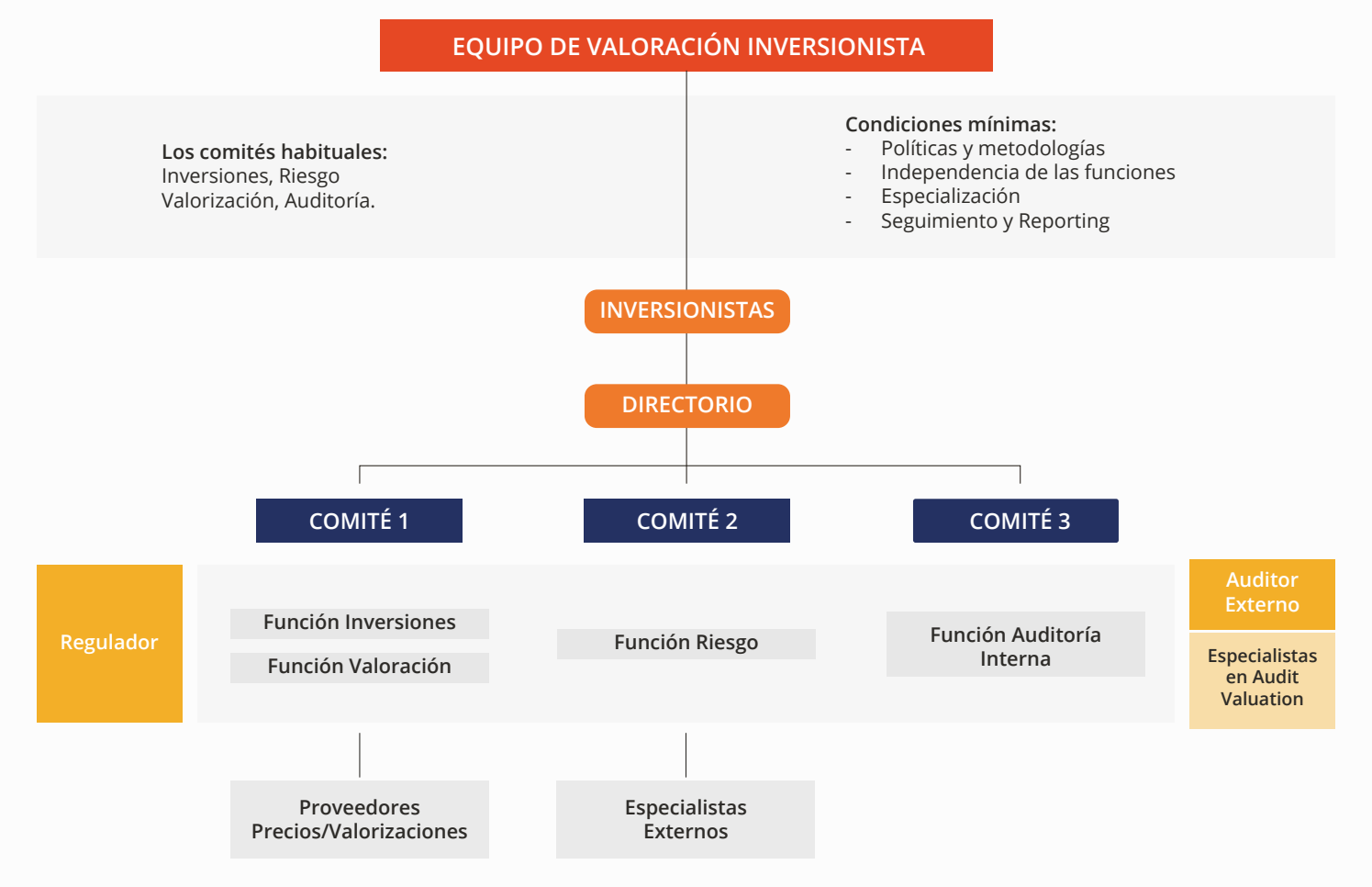
# Gobernanza y Gestión de Riesgos

## 4.1. Estructura General: Roles y Funciones

Como se ha destacado en las secciones previas de esta guía, uno de los aspectos relevantes para lograr un proceso de valoración que genere confianza es la gobernanza que implementen los gestores o Administradoras de Fondos en el caso local. Por ello, en esta sección se identifican los elementos de estructura o funciones asociadas al proceso de valoración que permiten ilustrar la relevancia de los principios destacados en la **sección 3** y asociarlos a la gestión de los riesgos vinculados a la valoración de los activos.

La **Figura 1** muestra en términos agregados una estructura de gobernanza genérica de una Administradora y los principales roles y funciones que se identifican en la valoración de activos. Si bien los riesgos asociados a valoración pueden ser ilustrativos de una temática más general en relación con la gestión de los riesgos, la esquematización presentada solo es funcional a los objetivos de la presente guía y no pretende abordar todos los aspectos de gestión.

Figura 1: Esquema de Valorización: Gobernanza y Stakeholders



Fuente: Elaboración propia

4.2. Elementos Claves de Gobernanza y la Gestión de Riesgos

Los elementos claves que encontramos en este esquema y que se deben tener en cuenta para gestionar adecuadamente los riesgos de valoración se describen a continuación. Sin perjuicio de la identificación de estos elementos se debe destacar que su aplicación, tanto en extensión como en profundidad, dependen del tamaño de las Administradoras, así como también de la naturaleza y el tipo de fondos administrados.

i) Rol del Directorio y Comités

El rol del Directorio es muy relevante en establecer los lineamientos estratégicos y asegurarse de que los riesgos estén bien gestionados con una estructura correcta y recursos adecuados. El Directorio debe conocer el negocio en sus distintas dimensiones y estar informado del curso y resultado de las operaciones a nivel global. El Directorio debe imponerse apropiadamente de los riesgos, disponer de las acciones correctivas para lograr los objetivos planteados por la organización y mantener el negocio operando dentro de los límites aceptados de riesgo.

El Directorio o el órgano de gobierno equivalente mantiene la responsabilidad última sobre el proceso de valoración, incluso cuando existe delegación de algunas funciones más rutinarias. La supervisión debe ser activa, con el Directorio revisando regularmente los informes, desafiando supuestos y asegurando que existan procedimientos de escalamiento para problemas significativos. El Directorio debe tener la autoridad para anular valoraciones, encargar revisiones independientes y exigir acciones correctivas cuando sea necesario. Los miembros del Directorio y de los comités deben tener suficiente experiencia o acceso a asesores externos.

EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- El Directorio recibe informes al menos trimestrales de valoración, realiza preguntas profundas sobre valores atípicos o ajustes y documenta sus acciones de supervisión.
- El Directorio encarga una revisión independiente del proceso de valoración cada dos años, incluso si no se han identificado problemas.
- Los miembros del Directorio asisten a sesiones de formación anual sobre riesgos de valoración y novedades regulatorias para mantener su competencia en la supervisión.

En este contexto, **los comités** desempeñan un papel fundamental en la supervisión y especialmente en el proceso de valoración. Las buenas prácticas señalan que debe existir un comité para el proceso de valoración y que éste debe asegurar un desafío independiente a las metodologías y resultados. Estos comités deben incluir miembros que no participen en las decisiones de inversión y que posean la experiencia necesaria para evaluar críticamente las valoraciones. El mandato, la composición y los derechos de voto del comité deben estar claramente documentados, y todas las reuniones deben quedar registradas con las razones de las decisiones, especialmente en casos de excepciones o ajustes. El comité debe tener la autoridad para escalar problemas no resueltos al Directorio o al órgano de gobierno superior y la posibilidad de encargar revisiones independientes cuando sea necesario. Esta estructura ayuda a

garantizar que las decisiones de valoración sean objeto de un desafío técnico independiente y que los conflictos de interés se gestionen eficazmente.

EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- El comité de valoración se reúne al menos trimestralmente, incluye a responsables independientes de riesgos y cumplimiento, y documenta todas las decisiones y excepciones en actas detalladas.
- El comité tiene asegurado en la agenda un espacio para revisar cualquier excepción o ajuste de precios, asegurando transparencia y responsabilidad.
- El comité invita a expertos externos en valoración para exponer sobre activos complejos o ilíquidos, fomentando el aprendizaje y el desafío independiente.

ii) Políticas y Procedimientos Exhaustivos

Toda organización debe contar con políticas, responsables determinados, y procedimientos de valoración claros, detallados y adaptados a su realidad operativa. Estos documentos deben definir roles, responsabilidades y rutas de escalamiento para cualquier incidencia o excepción en el proceso de valoración. Es fundamental que las políticas cubran todos los tipos de activos, metodologías de valoración, controles internos y requisitos de reporte, y que sean revisadas y aprobadas por la alta dirección al menos una vez al año. Las políticas deben ser dinámicas, permitiendo adaptaciones ante cambios en el mercado, en la estrategia de inversión o en la regulación. La accesibilidad de estos documentos para el personal relevante y su disponibilidad para revisión por parte de auditores o supervisores es esencial para la transparencia y el cumplimiento.

EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- El documento de política de valoración se revisa y actualiza anualmente, incluye una matriz clara de escalamiento y se distribuye a todo el personal relevante.
- La política contiene procedimientos específicos para la incorporación de nuevos tipos de activos, cambios de modelo y gestión de excepciones, asegurando adaptabilidad y claridad.
- La política es revisada y aprobada por el Directorio y el área de cumplimiento, y cualquier cambio se comunica formalmente a todo el personal y, cuando corresponde, a los inversores.

iii) Independencia y segregación de funciones

Un proceso de valoración robusto requiere una separación clara y demostrable entre la función de valoración y los equipos de inversión. Esta separación debe estar formalizada en los organigramas y políticas, con líneas de reporte que impidan que los gestores de inversiones influyan en los resultados de la valoración. La independencia debe ser evidente no solo en la estructura, sino también en las operaciones diarias, con revisiones periódicas para asegurar el cumplimiento continuo. Esto es especialmente importante en empresas donde la compensación o los indicadores de desempeño podrían crear incentivos para manipular los valores de los activos. La independencia en la valoración es esencial para mantener la confianza de los inversores y asegurar que los valores no estén sesgados por presiones de rendimiento.

EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- El equipo de valoración forma parte del departamento de riesgos o finanzas, reportando directamente al Directorio y sin línea de reporte al equipo de inversiones.
- La política de valoración prohíbe explícitamente que los equipos de inversión aprueben o ejecuten ajustes de valoración, exigiendo que todas estas acciones sean revisadas por un comité independiente.
- Se realiza una revisión anual de la función de valoración durante la auditoría interna, para verificar que el proceso de valoración esté libre de influencias indebidas y los resultados se reportan adecuadamente.

Las funciones de supervisión deben ser independientes de aquellas tomadoras de riesgos, en este caso de las instancias de inversión, sin perjuicio que estas instancias participen con voz en los comités, dando a conocer un juicio experto del negocio, que resulta fundamental para la valoración, pero solo en términos de asesoría para la toma de decisiones.



#### iv) Funciones especializadas (“expertise”)

Las personas involucradas en el proceso de valoración deben tener la experiencia técnica, formación y conocimientos necesarios para los tipos de activos que valoran. Esto incluye un entendimiento profundo de modelos de valoración, datos de mercado y riesgos específicos de cada tipo de activo. Los gestores deben mantener registros de las calificaciones del personal y asegurarse de que las nuevas contrataciones cumplan los estándares requeridos. Las evaluaciones regulares de la competencia del personal ayudan a garantizar que el proceso de valoración siga siendo sólido y creíble.

Las Administradoras deben proporcionar formación continua y desarrollo profesional al personal de valoración para mantenerse al día con los estándares, metodologías y expectativas regulatorias en evolución. Esto incluye actualizaciones regulares sobre cambios en normas contables, nuevas técnicas de valoración y riesgos emergentes, tales como factores ESG o activos digitales, entre otros. Los programas de formación deben documentarse y hacerse seguimiento de la participación para asegurar que todo el personal relevante mantenga su competencia. La formación externa, conferencias del sector e intercambios entre pares pueden complementar los programas internos. Una cultura de aprendizaje continuo ayuda a que el equipo de valoración se mantenga a la vanguardia de las mejores prácticas.

#### EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- El equipo de valoración incluye profesionales certificados y personal con experiencia directa en valoración de distintos tipos de activos, especialmente cuando se invierte en activos alternativos.
- El gestor mantiene una matriz de habilidades de todo el personal de valoración, actualizada anualmente, para identificar necesidades de formación y asegurar cobertura en todas las clases de activos.
- La empresa financia la asistencia del personal a conferencias y seminarios externos sobre mejores prácticas de valoración y novedades regulatorias.
- El equipo de valoración realiza sesiones internas mensuales de intercambio de conocimientos donde los miembros presentan casos recientes o temas técnicos.

v) Controles Internos y Auditoría

Un sistema de controles internos robusto es esencial para asegurar la integridad del proceso de valoración. Esto implica revisiones periódicas, controles cruzados, backtesting y auditorías internas y externas.

Los valoradores deben aplicar escepticismo profesional, evaluando críticamente todos los supuestos, fuentes de datos y metodologías utilizadas en el proceso de valoración. Esto implica cuestionar la fiabilidad de los insumos, desafiar previsiones optimistas o pesimistas y estar atentos a posibles sesgos o errores. Todos los juicios clave, especialmente los que implican excepciones o ajustes, deben documentarse exhaustivamente, incluyendo la justificación y evidencia de respaldo. Una buena documentación facilita revisiones internas y externas, respalda la confianza de los inversores y es esencial para el cumplimiento normativo. Las revisiones entre pares y sesiones de desafío pueden mejorar aún más la calidad del juicio profesional.

Los modelos de valoración deben ser validados por personas con suficiente experiencia que no hayan participado en su desarrollo, para asegurar objetividad y evitar riesgos de modelo. Se requieren revisiones y revalidaciones regulares (al menos anuales), especialmente cuando cambian las condiciones de mercado, se introducen nuevos tipos de activos o se hacen ajustes significativos a modelos existentes. El proceso de validación debe documentarse, incluyendo la justificación de la selección del modelo, los supuestos de entrada y cualquier limitación identificada. El back-testing y la calibración frente a datos de transacciones reales son prácticas recomendadas para evaluar la precisión del modelo. La validación independiente ayuda a prevenir errores, sesgos y dependencia excesiva de modelos desactualizados o inapropiados.

EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- Cuando una cotización externa parece inconsistente con las tendencias del mercado, el valorador documenta el desafío, busca evidencia adicional y registra la justificación del valor final. El equipo de valoración mantiene un registro de todos los juicios significativos y ajustes, incluyendo documentación de respaldo y el resultado de cualquier debate interno.
- Se realizan sesiones trimestrales de revisión entre pares donde los miembros critican los supuestos y la documentación de valoración de casos seleccionados.
- Un analista cuantitativo independiente revisa y valida todos los nuevos modelos de valoración antes de su uso, y los modelos se revalidan anualmente o tras eventos de mercado importantes. El proceso de validación incluye back-testing de los resultados del modelo frente a precios de transacciones reales y la documentación de cualquier discrepancia y acción correctiva.
- El comité de valoración exige la aprobación formal de un experto externo para cualquier modelo nuevo o significativamente modificado utilizado para activos de mayor complejidad.

Por su parte, las funciones de auditoría y cumplimiento deben operar de manera independiente y tener autoridad para revisar y desafiar valoraciones, escalar problemas y recomendar acciones correctivas. La existencia de controles multinivel ayuda a detectar y prevenir errores, fraudes o sesgos, y fomenta la mejora continua. La documentación de los controles y las acciones tomadas es clave para la transparencia y la mejora del proceso. En general, debe operar un modelo de tres líneas de defensa independientes y con roles claramente definidos.

EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- Se utilizan herramientas automatizadas para identificar cambios inusuales en las valoraciones o ajustes, que son revisados inmediatamente por el equipo de riesgos.
- El equipo de cumplimiento realiza controles sorpresa sobre valoraciones seleccionadas y reporta los hallazgos a la alta dirección.
- Auditoría interna realiza revisiones anuales del proceso de valoración y los auditores externos participan en la revisión de los modelos y supuestos utilizados.

vi) Conflictos de Interés y Debida Diligencia sobre Proveedores Externos

Las políticas de remuneración para el personal de valoración deben diseñarse para evitar conflictos de interés. La compensación no debe estar vinculada al desempeño del fondo o la cartera, ya que esto podría incentivar valoraciones sesgadas. En su lugar, la remuneración debe basarse en métricas independientes como la precisión, la puntualidad y el cumplimiento de las políticas. Es necesario revisar regularmente las estructuras de compensación para asegurar su alineación continua con las mejores prácticas y prevenir la aparición de nuevos conflictos. La transparencia en las políticas de remuneración puede aumentar aún más la confianza entre las partes interesadas.

EJEMPLO DE BUENA PRÁCTICA

- Los analistas de valoración reciben salarios fijos y bonificaciones basadas en métricas de desempeño independientes, no en los rendimientos del fondo. En el informe anual del fondo se divulgan los principios de la política de remuneración del personal de valoración, brindando transparencia a los inversores y la política de remuneración es revisada anualmente por los departamentos de RRHH y cumplimiento para asegurar que no existan conflictos ligados al desempeño.

La contratación de valoradores externos puede mejorar la independencia, pero solo si se realiza una debida diligencia adecuada para asegurar su objetividad y competencia. Antes de contratar proveedores externos de valoración, los gestores deben realizar una debida diligencia exhaustiva, evaluando los recursos, experiencia, independencia y reputación del proveedor. Esto incluye revisar sus metodologías, controles internos y trayectoria, así como verificar posibles conflictos de interés o dependencias con el gestor de activos. El monitoreo continuo y la reevaluación periódica son esenciales para asegurar que el proveedor siga cumpliendo con los estándares requeridos. Formalizar el proceso de debida diligencia en políticas y contratos, y documentar los resultados, es recomendable para la transparencia y la responsabilidad. La responsabilidad última de la valoración sigue siendo del gestor de activos, incluso cuando se utilizan terceros.

EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- Antes de nombrar a un valorador externo, el gestor revisa sus credenciales, independencia y referencias, y documenta el proceso de selección. El contrato del valorador externo incluye una cláusula que exige la recertificación anual de independencia y de sus calificaciones profesionales.
- El proceso de debida diligencia incluye una visita a las oficinas del proveedor para revisar sus sistemas, controles y cualificaciones del personal.
- El gestor realiza una revisión anual del desempeño del valorador externo, incluyendo retroalimentación del comité de valoración y revisión de cualquier desacuerdo o escalamiento.

En el caso de los Proveedores de Datos Externos también se deben aplicar controles sólidos. Los gestores deben implementar procedimientos como back-testing, calibración y validación independiente de precios, especialmente para activos ilíquidos o difíciles de valorar. El uso de múltiples fuentes de datos y una jerarquía clara de fuentes ayuda a mitigar el riesgo de “selección a conveniencia” de precios favorables. Todas las discrepancias o ajustes significativos deben documentarse y escalarse. La revisión regular de la calidad y fiabilidad de los datos de terceros es esencial para mantener la integridad del proceso de valoración.

EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- El equipo de valoración realiza regularmente back-testing de los precios de los proveedores frente a datos de transacciones reales y documenta cualquier discrepancia y acción correctiva.
- La política de valoración exige el uso de al menos dos fuentes de datos independientes para activos complejos, con un proceso documentado para resolver discrepancias.
- El comité revisa un informe trimestral sobre el desempeño y la fiabilidad de todos los proveedores de datos externos, incluyendo cualquier incidente de datos erróneos o desactualizados.

# Transparencia y Trato Justo

La transparencia hacia los inversores es fundamental para generar confianza y permitir una toma de decisiones informada. A partir de los principios ya señalados se pueden también identificar algunos elementos o mejores prácticas que permiten elevar el nivel de transparencia a los estándares que en la actualidad son requeridos por los inversionistas.

## i) Comunicación Proactiva y Bidireccional

La transparencia no solo implica informar, sino también estar disponible para responder dudas y recibir retroalimentación de los inversores. Los gestores deben establecer canales de comunicación claros y accesibles para que los inversores puedan plantear preguntas o expresar inquietudes, especialmente, sobre la valoración de los activos. Es recomendable realizar sesiones informativas periódicas, encuestas de satisfacción y responder de manera oportuna y profesional a las consultas recibidas. La comunicación bidireccional permite identificar áreas de mejora y adaptar la información a las necesidades reales de los inversores.

### EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- El gestor organiza sesiones informativas presenciales o virtuales tras la publicación de los informes anuales o cuando se producen cambios relevantes en la política de valoración.
- Se habilita un canal de contacto directo (correo electrónico o teléfono) para consultas sobre valoración, con compromiso de respuesta en un plazo determinado.
- Se realizan encuestas periódicas a los inversores para evaluar la claridad y utilidad de la información proporcionada sobre valoración y gobernanza.

## ii) Divulgación Clara a Inversores

Los gestores deben divulgar de manera clara y comprensible la estructura de gobernanza, las salvaguardas de independencia y la competencia de quienes participan en el proceso de valoración. Esto incluye información sobre el uso de valoradores externos, la frecuencia y metodología de las valoraciones, y cualquier ajuste o excepción significativo. Las divulgaciones deben evitar el lenguaje técnico o genérico, y estar adaptadas al perfil del inversor. La transparencia también implica informar sobre cambios relevantes en políticas o metodologías.

### EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

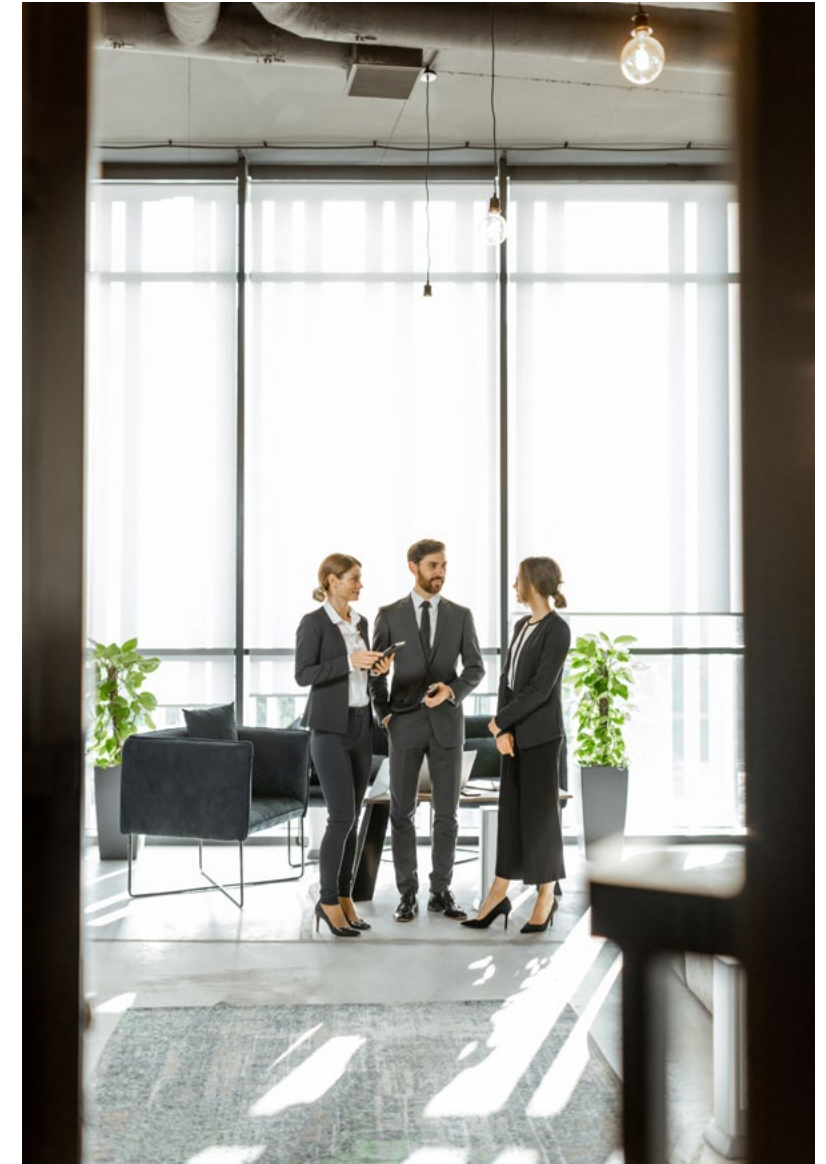
- Los documentos de oferta y los informes a inversores incluyen explicaciones claras de las metodologías de valoración, la estructura de gobernanza y el uso de valoradores externos.
- El gestor realiza seminarios web o presenciales anuales para inversores donde explica, entre otras materias, el proceso de valoración responde preguntas y discute cualquier cambio o desafío significativo.
- El sitio web del fondo ofrece un resumen de la política de valoración y datos de contacto para consultas de los inversores sobre temas de valoración.

### iii) Reportes Detallados y Accesibles

Los informes periódicos a inversores deben contener información relevante y suficiente sobre el proceso de valoración, los resultados obtenidos y cualquier incidencia relevante. Es recomendable que los informes incluyan tanto información cuantitativa (por ejemplo, cambios en el NAV, desglose por tipo de activo, volatilidad) como cualitativa (explicación de supuestos, justificación de cambios de metodología, etc.). Los reportes deben ser accesibles, fáciles de entender y estar disponibles en los canales habituales de comunicación con los inversores. La frecuencia y el nivel de detalle deben adaptarse a las necesidades y expectativas de los destinatarios.

#### EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- Los informes (trimestrales) a inversores incluyen un desglose de los activos por nivel de valoración y explican cualquier ajuste relevante realizado en el periodo.
- Se proporciona a los inversores la información necesaria que muestra los factores que explican los cambios en el valor liquidativo del fondo (NAV) entre periodos<sup>3</sup>.
- Los informes incluyen una sección de preguntas frecuentes y un glosario para facilitar la comprensión de los conceptos técnicos.



<sup>3</sup> Para este concepto se utiliza la expresión “value bridge” o puente de valor que conecta los factores explicativos con el impacto o su incidencia en el valor final.

# Metodologías y Técnicas de Valoración

Las metodologías y técnicas para valorizar los fondos son por esencia la materia más técnica involucrada en todo el proceso de valorización y, por lo tanto, requieren un capítulo dedicado a las diferentes técnicas y aproximaciones que se utilizan en la industria de fondos a nivel mundial. No se debe perder de vista que el proceso necesario para arribar a una correcta valorización comprende todas las otras materias de control que se han revisado en las secciones previas y en especial, aquellas ligadas al gobierno corporativo de las Administradoras.

En términos generales, la valorización de los fondos está estrechamente ligada a los criterios contables que rigen a estas entidades en las distintas jurisdicciones, ya sea el estándar US GAAP o IFRS<sup>4</sup>. No obstante, el objetivo primordial que es el reflejo del verdadero valor para los inversionistas está comprendido en el concepto de Fair Value o Valor Justo que está contenido en ambos estándares contables.

## i) Valor Razonable o Fair Value y Clasificación de Instrumentos

La definición de Fair Value bajo IFRS está contenida en la norma IFRS 13 y se define como:

*“La NIIF 13 establece que la medición del valor razonable debe hacerse usando el precio que se recibiría por vender un activo o se pagaría por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes del mercado en la fecha de medición”<sup>5</sup>.*

Sin embargo, las transacciones observables en el mercado bajo las condiciones que se requieren estrictamente en la definición no siempre están disponibles o, se encuentran más habitualmente en algunas clases de activos que presentan altos niveles de liquidez.

En este escenario, se distinguen dos técnicas generales de valorización que tienen como objetivo estimar un valor razonable para contabilizar las inversiones: **a) mark to market y b) mark to model.**



<sup>4</sup> US GAAP es utilizado principalmente en EE.UU. mientras que IFRS está incorporado como el estándar utilizado en toda Europa y Asia y Latinoamérica.

**Mark to market (Market Based):** Cuando los instrumentos de una cartera son lo suficientemente líquidos y transados en mercado reconocidos (formales y regulados), los precios estarán disponibles en plataformas que registran las transacciones en volumen y precio. En estas circunstancias, el precio se obtiene directamente del mercado y en general, a través de proveedores de precios.

**Mark to model (Model Based):** cuando no existen precios de mercado transparentes o liquidez suficiente, se emplea algún modelo que permite estimar un precio a una fecha determinada, recurriendo a supuestos, datos históricos y variables económicas para calcular un valor estimado.

Cabe destacar que existe una simplificación contable denominada practical expedient, que permite a las empresas estimar el valor razonable de ciertos activos o pasivos sin realizar un análisis completo y detallado, especialmente cuando cumplir con todos los requerimientos resulta impráctico o excesivamente costoso. Esta simplificación no modifica la base de medición subyacente, sino que ofrece un enfoque alternativo considerado “suficientemente cercano” para fines prácticos. Un ejemplo de ello son las carteras compuestas por un gran número de activos difíciles de valorar. En estos casos, el enfoque suele apoyarse en reportes financieros para facilitar la valoración, aplicando métodos simplificados o asumiendo ciertos supuestos estándar que permiten obtener una estimación razonable del valor, manteniendo la confiabilidad y relevancia de la información, pero con menor complejidad y esfuerzo. Entre estas diferentes aproximaciones pueden existir

combinaciones que resulten óptimas, considerando el tipo de inversión subyacente de un fondo de inversión. Por ello, resulta fundamental definir en la política de valoración una **jerarquización de las inversiones**, que permita contar de antemano con criterios claros sobre cómo valorar los activos en cada caso. La jerarquización de las inversiones constituye una definición clave dentro del proceso de valoración, no solo por razones técnicas, sino también por motivos de transparencia y rendición de cuentas (*accountability*) respecto de los precios de las cuotas de un fondo.

En general, la política debe definir niveles de instrumentos en función de la dificultad o accesibilidad para lograr una adecuada valoración (valor justo). Para ello, es habitual categorizar la cartera o los instrumentos en tres niveles:

**Nivel 1:** instrumentos valorizables con precios de mercado.

**Nivel 2:** instrumentos que requieren la utilización de algún modelo basado principalmente en datos observables del mercado.

**Nivel 3:** instrumentos de difícil valoración, que pueden requerir algún modelo o la participación de un especialista externo en ese tipo de activos.

Así también, la política deberá definir cuando es posible o se debe cambiar la categorización de algún activo para no generar un espacio de discrecionalidad en la valoración por cambios injustificados en la categoría de los activos.

### EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- La política de valoración establece que para cada tipo de activo se debe utilizar primero el precio de mercado, luego cotizaciones de brokers y, en última instancia, modelos internos, documentando cada paso.

<sup>5</sup> IFRS Foundation.

## ii) Selección y utilización de métodos

La elección del modelo de valoración debe basarse en la naturaleza del activo, la disponibilidad de datos y las mejores prácticas del mercado. Es fundamental justificar la selección del modelo, explicando por qué es el más adecuado para el activo y el contexto específico. Los métodos de valoración deben aplicarse de manera consistente para activos similares, salvo que existan razones justificadas para hacer excepciones. Así, los modelos deben ser comprensibles para quienes los utilizan y para quienes supervisan el proceso. La documentación debe incluir la lógica del modelo, los supuestos principales y las limitaciones identificadas. La selección de métodos debe ser revisada periódicamente para asegurar que sigue siendo apropiada ante cambios en el mercado o en el tipo de activo.

Todos los modelos deben ser validados antes de su uso y recalibrados periódicamente para asegurar su precisión y relevancia.

La validación debe ser realizada por personal independiente del que desarrolló el modelo, e incluir pruebas de sensibilidad, backtesting y comparación con precios de mercado o transacciones reales. La calibración implica ajustar los parámetros del modelo para reflejar las condiciones actuales del mercado y los datos más recientes. La documentación de la validación y calibración es esencial para la trazabilidad y la mejora continua. Un modelo bien calibrado reduce el riesgo de errores sistemáticos y aumenta la confianza en los resultados.

Cualquier cambio en los modelos de valoración debe estar sujeto a un proceso formal de aprobación y documentación. Esto incluye la actualización de versiones, la justificación del cambio, el impacto esperado y la comunicación a los usuarios relevantes. El versionado permite rastrear la evolución del modelo y facilita la identificación de errores o mejoras a lo largo del tiempo. La gestión adecuada de cambios asegura la coherencia y la transparencia en el uso de modelos.

### EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- La selección del modelo se somete a revisión y aprobación por parte del comité de valoración antes de su implementación.
- Se mantiene un registro de los modelos utilizados para cada tipo de activo, con la justificación de su elección y las condiciones bajo las cuales se puede cambiar de modelo. Se informa a todo el personal relevante sobre los cambios en los modelos y se ofrece formación específica si es necesario.
- Se ajustan los parámetros del modelo trimestralmente en función de los datos de mercado y se documentan los cambios realizados.
- Se utiliza un modelo alternativo como control para comparar los resultados y detectar posibles desviaciones o errores.



iii) Selección y Jerarquía de Fuentes de Precios

La selección de fuentes de precios es fundamental para la objetividad y la calidad de la valoración. Es recomendable establecer una jerarquía clara de fuentes, priorizando aquellas que sean más objetivas, transparentes y representativas del mercado. Para activos líquidos, se deben preferir precios de mercados activos y cotizaciones directas; para activos menos líquidos, se pueden utilizar precios de proveedores independientes, cotizaciones de brokers o modelos internos, siempre documentando la elección. Es importante definir procedimientos para cambiar de fuente y para resolver discrepancias entre fuentes, evitando la “selección a conveniencia” de precios favorables. La revisión periódica de la idoneidad y consistencia de las fuentes utilizadas es esencial para mantener la integridad del proceso.

EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- Se realiza una revisión trimestral de la calidad y fiabilidad de las fuentes.
- Se utilizan al menos dos fuentes independientes para activos de Nivel 3, y cualquier discrepancia significativa se analiza y documenta antes de tomar una decisión.

Las fuentes de precios y datos deben ser validadas antes de su uso y revisadas periódicamente para asegurar su vigencia y precisión. Es recomendable mantener registros de la fecha de la última actualización y de la frecuencia con la que se revisan las fuentes. En mercados volátiles o para activos ilíquidos, la actualización de las fuentes debe ser más frecuente y rigurosa. La validación incluye comparar precios con transacciones recientes, analizar la dispersión entre fuentes y realizar pruebas retrospectivas (backtesting). La transparencia en la selección y validación de fuentes refuerza la confianza en el proceso de valoración.

EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- Antes de incorporar una nueva fuente de precios, se realiza una validación comparando sus datos con transacciones reales y otras fuentes independientes.
- Se mantiene un registro actualizado de todas las fuentes utilizadas, con fechas de revisión y responsables asignados.
- Se realiza backtesting mensual para comparar los precios utilizados con los precios de liquidación o transacciones posteriores, ajustando las fuentes si se detectan desviaciones sistemáticas.



#### iv) Gestión de Discrepancias y Excepciones

Cuando existen discrepancias entre diferentes fuentes de precios, es fundamental contar con procedimientos claros para su resolución. Esto puede incluir la consulta a un comité de valoración, la solicitud de información adicional a los proveedores o la aplicación de modelos internos como referencia. Todas las excepciones y decisiones tomadas deben documentarse, incluyendo la justificación y el impacto en la valoración final. La gestión adecuada de discrepancias ayuda a prevenir errores y a mantener la objetividad del proceso.

##### EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- Ante una discrepancia significativa entre dos fuentes, se convoca al comité de valoración para analizar el caso y decidir la fuente más adecuada, dejando constancia en acta.
- Se solicita una explicación formal al proveedor de datos cuando su precio difiere notablemente del mercado o de otras fuentes.
- Si se utiliza un precio ajustado o alternativo, se documenta la razón, el método de ajuste y el responsable de la decisión.

Una técnica cada vez más reconocida como buena práctica en la industria es el uso de un “value bridge” o puente de valor, que permite explicar de forma clara y estructurada los cambios en el valor de un activo o cartera entre dos fechas. Esta herramienta descompone el cambio total en el valor en sus componentes clave, como generación de ingresos, variaciones en múltiplos, cambios en tasas de descuento, eventos corporativos, ajustes contables, entre otros. El “value bridge” facilita la comprensión por parte de inversores, auditores y comités de supervisión, y mejora la trazabilidad de las decisiones de valoración. También permite identificar si los cambios en valor se deben a factores internos (como desempeño operativo) o externos (como condiciones de mercado), lo que es especialmente útil en activos privados con inputs de Nivel 3. Su uso refuerza la transparencia, la rendición de cuentas y la calidad del análisis financiero.

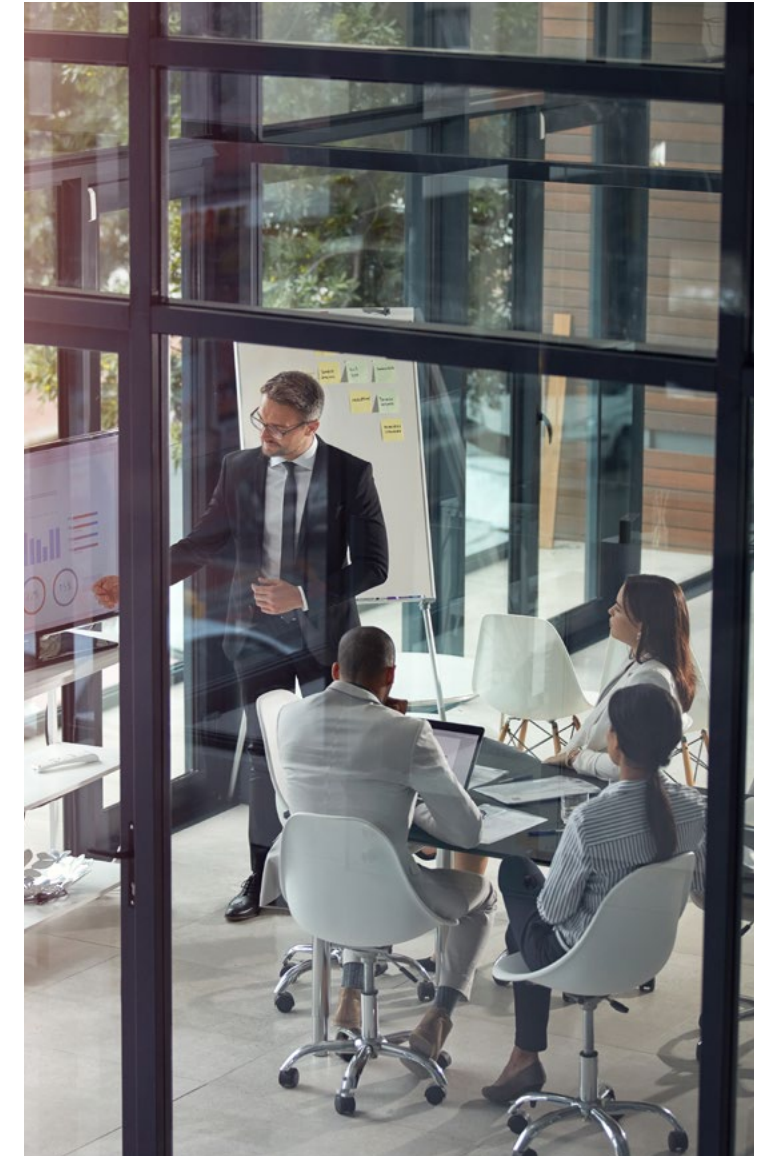


### v) Calibración de Modelos y Métodos

La calibración es el proceso de ajustar los parámetros de un modelo o método de valoración para que refleje fielmente las condiciones actuales del mercado y los datos observados. Es fundamental calibrar los modelos regularmente, especialmente cuando se dispone de nuevos datos de transacciones o cuando cambian las condiciones del mercado. La calibración ayuda a asegurar que los resultados del modelo sean realistas y representativos, evitando sesgos sistemáticos o errores recurrentes. Este proceso debe estar documentado, incluyendo los datos utilizados, los ajustes realizados y la justificación de los cambios. La calibración también puede implicar comparar los resultados del modelo con precios de mercado, transacciones recientes o benchmarks relevantes, y ajustar los parámetros hasta que el modelo reproduzca adecuadamente los valores observados.

#### EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- Se calibra el modelo de flujos de caja descontados utilizando los precios de transacciones recientes de activos comparables, ajustando la tasa de descuento y otros parámetros clave.
- Tras cada adquisición o venta significativa, se revisan y recalibran los modelos internos para asegurar que reflejan correctamente los valores de mercado observados.
- Se documenta cada proceso de calibración, incluyendo los datos de entrada, los parámetros ajustados y el impacto en la valoración final, y se revisa periódicamente en el comité de valoración.



# Guía de Mejores Prácticas según Fondos y Activos

Orientaciones claras para optimizar la gestión y la toma de decisiones



### 7.1. Recomendaciones Generales

Las mejores prácticas recomendadas en esta guía provienen de la recopilación de su uso en jurisdicciones con mayor nivel de desarrollo, pero adaptadas al entorno local, siendo una referencia para los administradores, en cuanto a distintas dimensiones de riesgo que se deben abordar al gestionar las inversiones de un fondo.

Si bien la sección distinguirá las mejores prácticas por tipo de fondos y activos, las guías en relación con valoración permiten establecer ciertas recomendaciones de tipo general independiente del tipo de instrumento de que se trate. Las siguientes son recomendaciones para todo tipo de fondo de inversión.

- Contar con una política de valoración escrita y aprobada por el Directorio, en la cual se incorpore la metodología y la documentación necesarias que se utilizarán para estimar el valor justo en cada tipo de fondo<sup>6</sup>.
- Apoyarse en un comité interno de valoración y/o en asesores expertos externos para revisar las metodologías, los insumos relevantes y las estimaciones de valor, evaluando su razonabilidad. El comité deberá tener una composición que asegure una revisión independiente.
- Documentar la racionalidad, los supuestos y las fuentes de información utilizadas para concluir sobre el valor de los instrumentos.

- Realizar un seguimiento permanente del desempeño de los modelos utilizados para valorizar, ya sea ajustando los parámetros o aplicando modelos de deterioro cuando corresponda.
- Evaluar la necesidad de efectuar correcciones extraordinarias de los valores frente a hechos relevantes que potencialmente afecten las inversiones, y documentar la decisión adoptada en estos casos. La política de valoración puede identificar el tipo de situaciones que requerirían revisiones extraordinarias o ajustes, especialmente cuando se trate de información que presente desfases significativos.
- Cuando se contraten proveedores externos, se debe realizar un proceso de selección del proveedor/tasador<sup>7</sup>, conocer las metodologías empleadas, validar internamente los valores propuestos y evaluar el desempeño de las valorizaciones entregadas.
- Aplicar pruebas retrospectivas como un componente adicional del proceso de valoración.

Un principio básico que resulta necesario destacar en la valoración de los fondos es que la frecuencia utilizada para calcular el valor del fondo y/o de sus instrumentos debe ser coherente con los ciclos de liquidez de dichos vehículos de inversión. Por supuesto, un fondo rescatable requiere de una actualización frecuente (diaria) de los valores de sus cuotas,

mientras que un fondo de inversión de mayor plazo, no rescatable por esencia, no es recomendable efectuar una valoración de alta frecuencia, ya que la señal obtenida a través de estos precios podría ser errónea<sup>8</sup>. Lo anterior no es contradictorio con el hecho que frente a situaciones extraordinarias o de potencial alto impacto para el valor de los fondos se deban realizar los ajustes correspondientes por parte de los administradores del fondo.

<sup>6</sup> Las políticas de valoración deben incluir al menos: roles y responsabilidades; fuentes de información para cada tipo de activos; clasificación de activos por nivel y criterios para potenciales movimientos; escenarios de ajuste de precios de activos. Además, deben ser incluidas como nota en los estados financieros.

<sup>7</sup> Sin perjuicio de cumplir con el Reglamento de Fondos que establece que los tasadores deben ser propuestos por el Comité de Vigilancia y aprobados por la Asamblea de Aportantes, debiendo ser totalmente independientes de la Administradora, del fondo y del Comité de Vigilancia.

<sup>8</sup> Las regulaciones asociadas a inversionistas institucionales que requieren calcular diariamente valores cuotas pueden llevar a la adaptación de estas prácticas.

7.2. Recomendaciones de Criterios y Fuentes de Valorización por Tipo de Fondo y Activos

1. Fondos y Activos de Mayor Liquidez

En general, los fondos de inversión mobiliarios son aquellos cuyas carteras de inversiones están compuestas mayoritariamente por activos o instrumentos con mayor liquidez y, por lo tanto, la valorización de dichos instrumentos puede obtenerse a partir de transacciones o cotizaciones de mercado disponibles, ya sea en las bolsas de valores locales o internacionales.

La lista de instrumentos que se presenta a continuación se ha denominado instrumentos de alta liquidez (en general, Nivel 1 y Nivel 2 en la nomenclatura de IFRS), en función de sus características de transaccionalidad y de la disponibilidad que ofrecen las fuentes o proveedores de precios.

En el caso de los instrumentos de renta variable, las valorizaciones pueden derivarse de cotizaciones públicas obtenidas de transacciones en bolsas. Para los instrumentos de renta fija, ya sean de corto o largo plazo, los proveedores de precios cuentan con metodologías reconocidas que permiten estimar el precio (tasa) sobre la base de transacciones con características similares (mark to model).

En general, los instrumentos listados en la **Tabla 1** estarán predominantemente presentes en los fondos mobiliarios (rescatables), cuyas carteras tienen una composición más líquida.

Tabla 1: Valorización de Fondos e Instrumentos de Alta liquidez

Categoría	Tipo de Precio
Depósitos a plazo	Proveedor Externo – de acuerdo con modelo
Bonos	Proveedor Externo – de acuerdo con modelo
Letras Hipotecarias	Proveedor Externo – de acuerdo con modelo
Banco Central y Tesorería	Proveedor Externo – de acuerdo con modelo
Contrato de Facturas	Proveedor Externo – de acuerdo con modelo
Efectos de Comercio	Proveedor Externo – de acuerdo con modelo
Bonos Extranjeros	Proveedor Externo – MID Price
Bancos Centrales Extranjeros	Proveedor Externo – MID Price
Accionario (Renta Variable)	
Acciones	Precio de subasta de cierre
Opciones Bursátiles	Precio de subasta de cierre
ETF	Precio de cierre (NAV)
Fondos Mutuos Nacionales	Precio de cierre (NAV o NAVT-1)
Fondos de Inversión Nacionales	Precio de cierre (NAV o NAVT-1) o Precio de subasta de cierre
Acciones Extranjeras	Precio de cierre (HP, Bloomberg)
Opciones Extranjeras	Precio de cierre (HP, Bloomberg)
ETF Extranjeros	Precio de cierre (HP, Bloomberg)
ADR's	Precio de cierre (NAV)
Fondos Mutuos Extranjeros	Precio cierre (NAV)
Derivados	
Cualquier Derivado	Valor Justo (Mark to Market o Mark to Model)

2. Fondos y Activos de Baja Liquidez o Escasa Información

Fondos de Inversión cuya política de inversiones, contenida en su reglamento interno, estipule que el objeto principal de inversión del fondo (al menos 70%) sea en instrumentos que no se transen en mercados nacionales o extranjeros. La inversión se puede realizar en forma directa o indirecta, a través de la inversión en otro fondo extranjero (Feeder Funds) u otros fondos de inversión (Fondo de Fondos).

Tabla 2: Frecuencia y Referencia de Valorización de Fondos Alternativos

Categoría	Referencia de Valorización/Precio
Inmobiliarios	
Desarrollo	Método de la participación (a costo histórico en activo subyacente) Tasación (fair value) una vez obtenida la recepción municipal
Renta	Promedio tasación del activo inmobiliario entre 2 valorizaciones externas (en la sociedad dueña del activo)
Private Equity	
Feeder Fund	Valor del Reporte Trimestral ( <i>Capital Account Statement</i> o equivalente) del manager extranjero. 1 valorización independiente (2 si hay Fondos de Pensiones como aportantes)
Inversión Directa	VPP ó 1 valorización independiente (2 si hay Fondos de Pensiones como aportantes) <sup>9</sup>
Infraestructura y Energía	
Feeder Fund	Valor del Reporte Trimestral ( <i>Capital Account Statement</i> o equivalente) del manager. 1 valorización independiente (2 si hay Fondos de Pensiones como aportantes)
Inversión Directa	VPP ó 1 valorización independiente (2 si hay Fondos de Pensiones como aportantes) <sup>10</sup>
Fondos de Fondos	
Feeder Fund	Valor del Reporte Trimestral ( <i>Capital Account Statement</i> o equivalente) del manager. 1 valorización independiente (2 si hay Fondos de Pensiones como aportantes)
Inversión Directa	VPP ó 1 valorización independiente (2 si hay Fondos de Pensiones como aportantes) <sup>11</sup>
Deuda Privada	
Feeder Fund	Valor del Reporte Trimestral ( <i>Capital Account Statement</i> o equivalente) del manager. 1 valorización independiente (2 si hay Fondos de Pensiones como aportantes)
Inversión Directa	Fair Value si cuenta con la información o Costo Amortizado (incluir Test de Deterioro)
Otros Alternativos	
Feeder Fund	Valor del Reporte Trimestral ( <i>Capital Account Statement</i> o equivalente) del manager. 1 valorización independiente (2 si hay Fondos de Pensiones como aportantes)
Inversión Directa	Según la clase de activo respectiva

<sup>9</sup> Dependerá de si se tiene o no control, si hay o no influencia significativa y si hay información pública registrada.  
<sup>10</sup> Dependerá de si se tiene o no control, si hay o no influencia significativa y si hay información pública registrada.  
<sup>11</sup> Dependerá de si se tiene o no control, si hay o no influencia significativa y si hay información pública registrada.

# Recomendaciones específicas por tipo de Fondo

La **Tabla 2** se complementa con las siguientes recomendaciones de metodologías y buenas prácticas para cada tipo de fondo.

## 1.1 Private Equity

La transparencia no solo implica informar, sino también estar disponible para responder dudas y recibir retroalimentación de los inversores. Los gestores deben establecer canales de comunicación claros y accesibles para que los inversores puedan plantear preguntas o expresar inquietudes, especialmente, sobre la valoración de los activos. Es recomendable realizar sesiones informativas periódicas, encuestas de satisfacción y responder de manera oportuna y profesional a las consultas recibidas. La comunicación bidireccional permite identificar áreas de mejora y adaptar la información a las necesidades reales de los inversores.

### Jerarquía de metodologías de valoración

#### 1. Enfoque de mercado (múltiplos)

- Es el método principal para la mayoría de las inversiones maduras. Consiste en aplicar múltiplos de mercado (EV/EBITDA, EV/Ingresos, PER)/ derivados de empresas comparables cotizadas o transacciones recientes de M&A a los indicadores financieros relevantes de la empresa objetivo.
- La selección de inversiones comparables debe considerar sector, tamaño, crecimiento, rentabilidad, geografía y perfil de riesgo. Se deben realizar ajustes por diferencias en estructura de capital, modelo de negocio y condiciones de mercado.
- Se recomienda el uso de múltiplos forward (por ejemplo, EBITDA de los próximos 12 meses) y la calibración al múltiplo de entrada en la fecha de inversión, actualizando por cambios de mercado y desempeño de la empresa.

## 2. Enfoque de ingresos (Descuento de Flujos de Caja, DCF)

- Se utiliza para negocios con flujos de caja predecibles. Consiste en proyectar flujos de caja libres a la firma o al equity, descontados a una tasa (WACC o costo de equity) que refleje el perfil de riesgo del negocio.
- La selección de la tasa de descuento a utilizar es una de las variables claves y se debe justificar su selección o cálculo según corresponda.
- El valor final se estima normalmente mediante el modelo de Gordon o múltiplo de salida.
- Es fundamental justificar y documentar los supuestos clave (crecimiento, márgenes, capex, capital de trabajo, tasa de descuento). La calibración a la TIR de entrada es una buena práctica.
- Se recomienda realizar análisis de sensibilidad sobre las variables clave.

## 3. Precio de la inversión reciente (PORI)

- Se utiliza como input de calibración, especialmente en inversiones recientes o early stage. El precio de entrada debe ajustarse por tiempo transcurrido, desempeño y cambios de mercado.

## 4. Valor neto de activos (NAV)

- Para holdings o entidades de inversión, se utiliza el enfoque suma de partes, agregando los valores razonables de los activos y pasivos subyacentes.

<sup>11</sup> Dependerá de si se tiene o no control, si hay o no influencia significativa y si hay información pública registrada.  
<sup>12</sup> EV: Enterprise Value, EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization, PER: Price to Earnings Ratio.

TÉCNICAS DE VALORIZACIÓN Y BUENAS PRÁCTICAS



Calibración

- En la entrada, calibrar los modelos de valoración al precio de la transacción, asegurando que todos los supuestos (múltiplos, tasas de descuento, proyecciones) sean coherentes con el precio pagado.
- En cada valoración posterior, actualizar por cambios en desempeño, mercado y riesgo.



Value Bridge (Puente de Valor)

- Utilizar un value bridge para explicar los cambios de valor entre periodos.
- Desglosar los cambios en desempeño operativo (crecimiento EBITDA), movimientos de múltiplos, cambios en deuda, FX y extraordinarios. Esto mejora la transparencia y facilita auditorías y consultas de inversores.



Análisis de escenarios y sensibilidad

- Realizar sensibilidad sobre variables clave (tasa de descuento, múltiplo de salida, crecimiento).



Backtesting

- Comparar regularmente los valores de salida realizados con las valoraciones previas.
- Analizar discrepancias para refinar modelos y supuestos, y demostrar la fiabilidad del proceso de valoración.



Documentación y gobernanza

- Documentar la justificación de la metodología, inputs, ajustes y cualquier reemplazo o eliminación.
- Asegurar revisión independiente y procedimientos de escalamiento para incidencias materiales.
- Mantener un claro rastro de auditoría.

Errores comunes y cómo evitarlos

- Depender excesivamente de transacciones antiguas o no a valor de mercado.
- No ajustar por diferencias entre comparables y la empresa objetivo.
- Falta de calibración o actualización de supuestos ante cambios de mercado.
- Falta de transparencia en la explicación de cambios de valor o ajustes de modelo.

Ejemplos de buenas prácticas

- Un gestor de private equity valora una participación usando ambos enfoques: mercado (múltiplos forward de un peer group ajustado, calibrando a la entrada) e ingresos (DCF calibrado al IRR de entrada y actualizado por desempeño real y tasas de mercado).
- Se prepara un value bridge trimestral que muestra el impacto de crecimiento EBITDA, cambios de múltiplo, reducción de deuda y FX.
- Todas las hipótesis y ajustes se documentan y la valoración es revisada por un comité independiente.
- Se realiza backtesting al exit y se incorporan aprendizajes al proceso futuro.
- Se utilizan las mismas prácticas de gestión y valoración tanto en private equity como en fondos públicos.

## 1.2 Deuda Privada

La Deuda Privada abarca préstamos directos, mezzanine, deuda distressed y productos estructurados. Son instrumentos ilíquidos, no cotizados y a menudo con condiciones a medida. El valor razonable debe reflejar el precio que se recibiría en una transacción ordenada entre participantes del mercado en la fecha de valoración, considerando riesgo de crédito, liquidez y condiciones de mercado.

La deuda privada requiere la regular estimación del flujo de pagos y considerar todos los elementos que podrían alterar la estimación de recuperabilidad. La clasificación del deudor es crítica y utilizar benchmark con probabilidades de default, clasificaciones de riesgo, si es el caso son necesarias para realizar un seguimiento de estas inversiones.

Resulta relevante también que las mismas recomendaciones que pudieran aplicar al fondo de fondos se les aplica a sus componente o inversiones en otros fondos de deuda privada.

### Jerarquía de metodologías de valoración

#### 1. Enfoque de mercado (múltiplos)

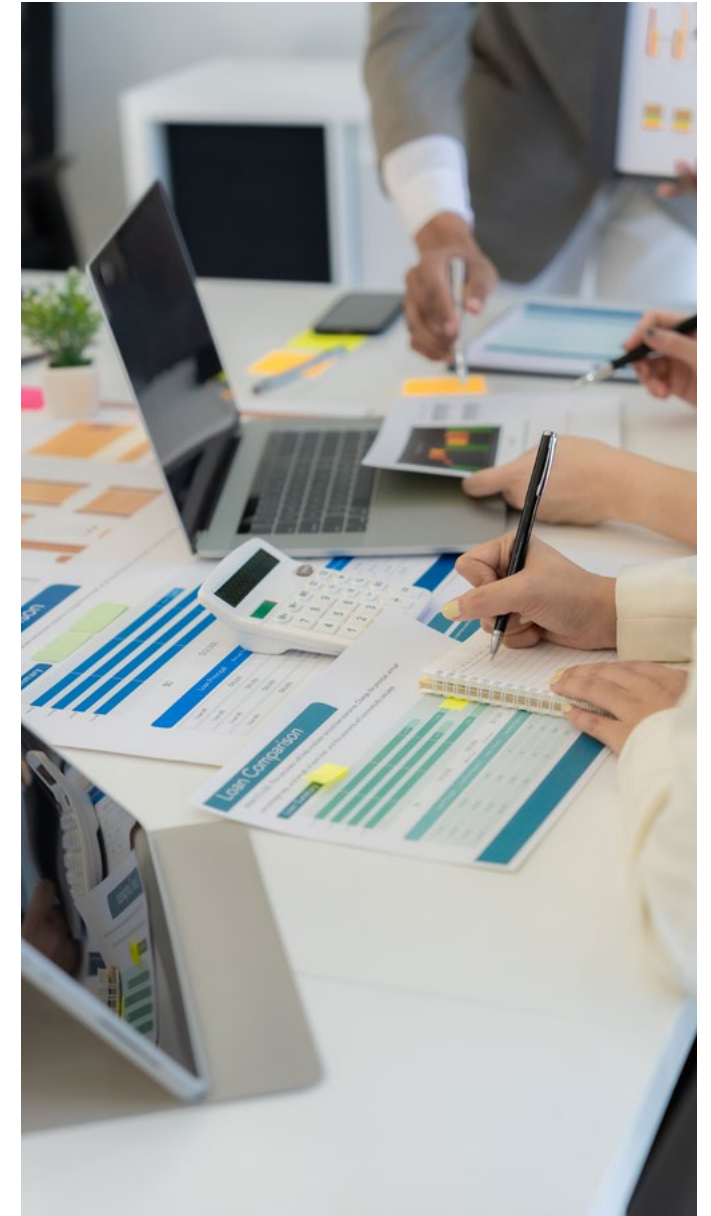
- Utilizar precios observables para instrumentos idénticos o similares (inputs Nivel 1/2), incluyendo cotizaciones de brokers, servicios de pricing y datos de mercado secundario.
- La matriz de precios (matrix pricing) se emplea para deuda ilíquida, usando bonos cotizados comparables en rating, vencimiento y estructura.
- Ajustar por diferencias de subordinación, covenants y liquidez.

#### 2. Enfoque de ingresos (Yield/DCF)

- Descontar los flujos contractuales esperados a una tasa de mercado que refleje riesgo de crédito, liquidez y condiciones de mercado. La selección de la tasa de descuento a utilizar es una de las variables claves y se debe justificar su selección o cálculo según corresponda.
- La tasa de descuento se calibra al yield de emisión y se actualiza por cambios en spreads, tasas libres de riesgo y desempeño del emisor.
- Para instrumentos a tipo variable, la tasa debe reflejar curvas forward y spreads actuales.

#### 3. Análisis de recuperabilidad/Waterfall

- Para deuda distressed o no performing, usar análisis de recuperabilidad (waterfall), asignando el valor de empresa a deuda y equity según subordinación y colateral.
- Se recomienda análisis de escenarios para modelar diferentes recuperaciones.



TÉCNICAS DE VALORIZACIÓN Y BUENAS PRÁCTICAS



Calibración

- En la emisión, calibrar al precio de transacción; en cada valoración, actualizar por cambios en calidad crediticia, spreads de mercado y entorno macro.  
  
- Usar curvas de crédito, spreads de CDS y datos secundarios cuando estén disponibles.



Análisis de escenarios

- Modelar casos base, estresados y optimistas para recuperación y default. Para deuda distressed, estimar recuperaciones ponderadas por probabilidad.



Transparencia y documentación

- Registrar todos los términos clave (vencimiento, covenants, opciones), evaluaciones de crédito y justificación de ajustes de spread.
- Documentar la selección y fiabilidad de fuentes de precios.



Backtesting

- Comparar recuperaciones o repagos realizados con valoraciones previas para refinar modelos y supuestos.

Errores comunes y cómo evitarlos

- Depender de cotizaciones indicativas sin validación.
- No ajustar por cambios en calidad crediticia o mercado.
- Documentación insuficiente de supuestos y ajustes.

Ejemplos de buenas prácticas

- Un gestor de deuda privada valora un préstamo directo usando enfoques de mercado (benchmarking con bonos cotizados similares, ajustando por subordinación y covenants) e ingresos (DCF descontando flujos contractuales a un yield de mercado calibrado a la emisión y actualizado por spreads actuales).
- Para un préstamo distressed, se realiza análisis de escenarios de recuperación.
- Todo se documenta y revisa por un comité independiente.
- Se realiza backtesting al repago o reestructuración.
- Se debe estimar regularmente la capacidad de pago. Cuando existan refinanciamientos o reestructuraciones se debe reestimar la recuperabilidad y dependiendo del análisis entregar nuevas valorizaciones.

## 1.3 Venture Capital

Las inversiones de Venture Capital (VC) se centran en empresas jóvenes, innovadoras y de alto crecimiento, generalmente con poca historia operativa y alta incertidumbre. La valoración debe reflejar el valor razonable según los supuestos de participantes del mercado, considerando los riesgos, derechos y estructuras de capital particulares de las empresas respaldadas por VC. La valoración en VC requiere especial atención a la calibración, la modelización de escenarios y la correcta asignación de valor entre diferentes clases de acciones preferentes y comunes.

### Jerarquía de metodologías de valoración

#### 1. Enfoque de mercado (rondas de financiación recientes)

- El precio de una ronda reciente de inversión a valor de mercado suele ser el mejor indicador de valor razonable, siempre que refleje condiciones de mercado y no esté influido por factores no económicos.
- Es fundamental ajustar por el tiempo transcurrido, el logro de hitos, cambios en el mercado y derechos de los inversores.
- La calibración a la última ronda es esencial, pero debe actualizarse ante nuevos hitos, desempeño o cambios de mercado.

#### 2. Enfoque de ingresos (DCF)

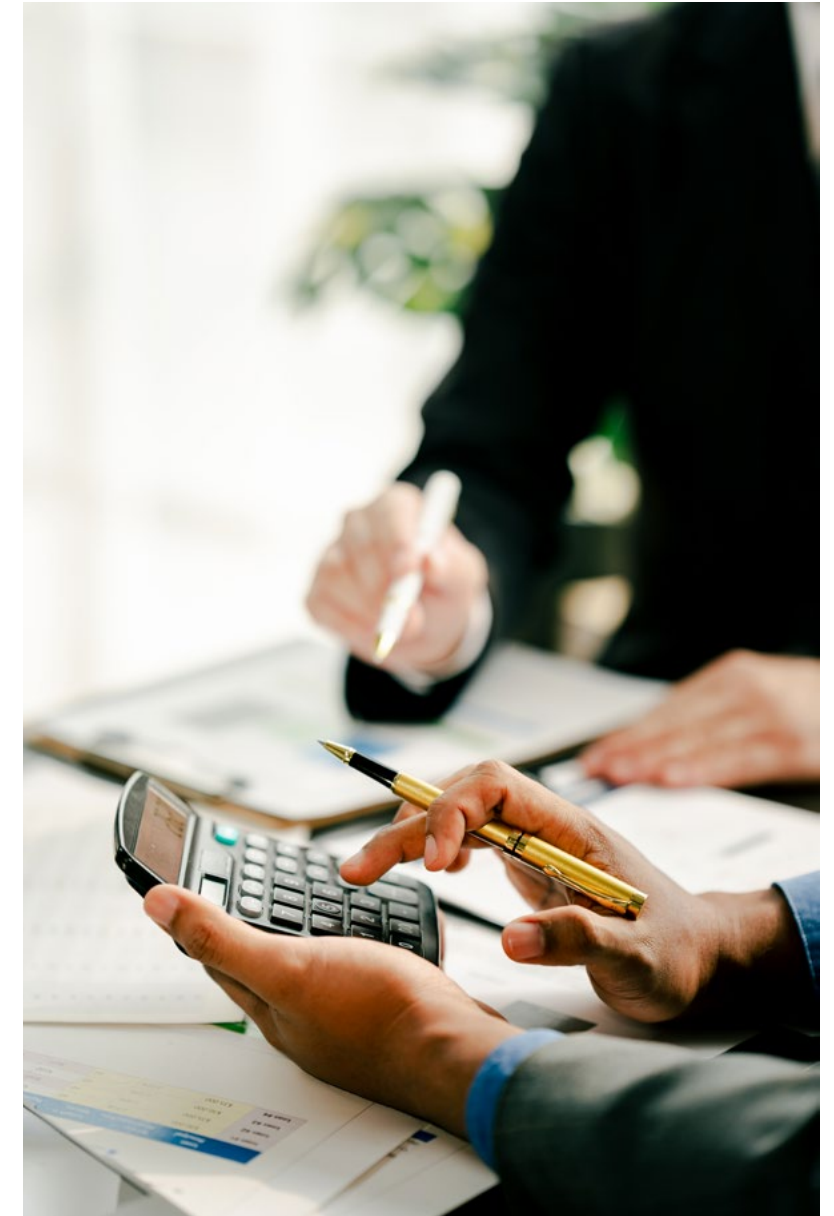
- Se utiliza en empresas más maduras con flujos de caja predecibles. Se requieren tasas de descuento altas y análisis de escenarios.culo según corresponda.

#### 3. Modelos de opciones (OPM)

- Para estructuras de capital complejas, se utilizan modelos de opciones (Black-Scholes, binomial) para asignar valor entre clases de acciones, considerando preferencias de liquidación, derechos de conversión y participación.
- El OPM es especialmente útil en empresas early stage/pre-revenue con varias rondas preferentes.

#### 4. Métodos basados en escenarios (PWERM)<sup>13</sup>

- Se modelan múltiples escenarios de salida (IPO, M&A, liquidación), ponderados por probabilidad, y se asigna el valor en consecuencia.
- El PWERM es preferido para empresas cercanas a una salida o con resultados binarios (por ejemplo, aprobación regulatoria).



TÉCNICAS DE VALORIZACIÓN Y BUENAS PRÁCTICAS



Calibración

- Siempre calibrar al precio de la última ronda, ajustando por dilución, derechos y cambios de mercado. Documentar la justificación de los ajustes.



Análisis de hitos

- Registrar y documentar el logro de hitos técnicos, comerciales y financieros. Utilizar análisis de escenarios basados en hitos para reflejar la creación de valor.



Value Bridge

- Utilizar value bridges para explicar cambios de valor entre rondas (por ejemplo, burn rate, crecimiento ARR (Ingresos Recurrentes Anualizados), nuevos contratos, logro de milestones).



Análisis de derechos

- Modelar explícitamente preferencias de liquidación, derechos de conversión, participación, antidilución y otras protecciones de inversores.



Backtesting

- Comparar salidas realizadas con valoraciones previas para refinar supuestos y demostrar fiabilidad.

ERRORES COMUNES Y CÓMO EVITARLOS

- Depender de transacciones antiguas o no a valor de mercado.
- No ajustar por cambios en desempeño o condiciones de mercado.
- Modelización insuficiente de estructuras de capital complejas y derechos de inversores.

EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- Un fondo de VC valora una participada usando el precio de la última ronda, ajustado por tiempo, hitos y cambios de mercado.
- Para una empresa con varias rondas preferentes, se utiliza un OPM para asignar valor entre clases, calibrando inputs a la última transacción y actualizando volatilidad, timing de salida y dilución.
- Se prepara un value bridge para explicar cambios de valor y se documentan todos los supuestos.
- Se utiliza análisis de escenarios para empresas cercanas a salida o con resultados binarios. Se realiza backtesting al exit.

## 1.4 Infraestructura

Las inversiones en Infraestructura incluyen activos core, core-plus, value-add y oportunistas como utilities, transporte, energía y social infra. Se caracterizan por flujos de caja a largo plazo, a menudo indexados a inflación, marcos regulatorios o contractuales y alta intensidad de capital. La valoración debe reflejar el valor razonable, considerando riesgos específicos del activo, entorno regulatorio y condiciones de mercado.

### Jerarquía de metodologías de valoración

#### 1. Enfoque de ingresos (DCF a largo plazo)

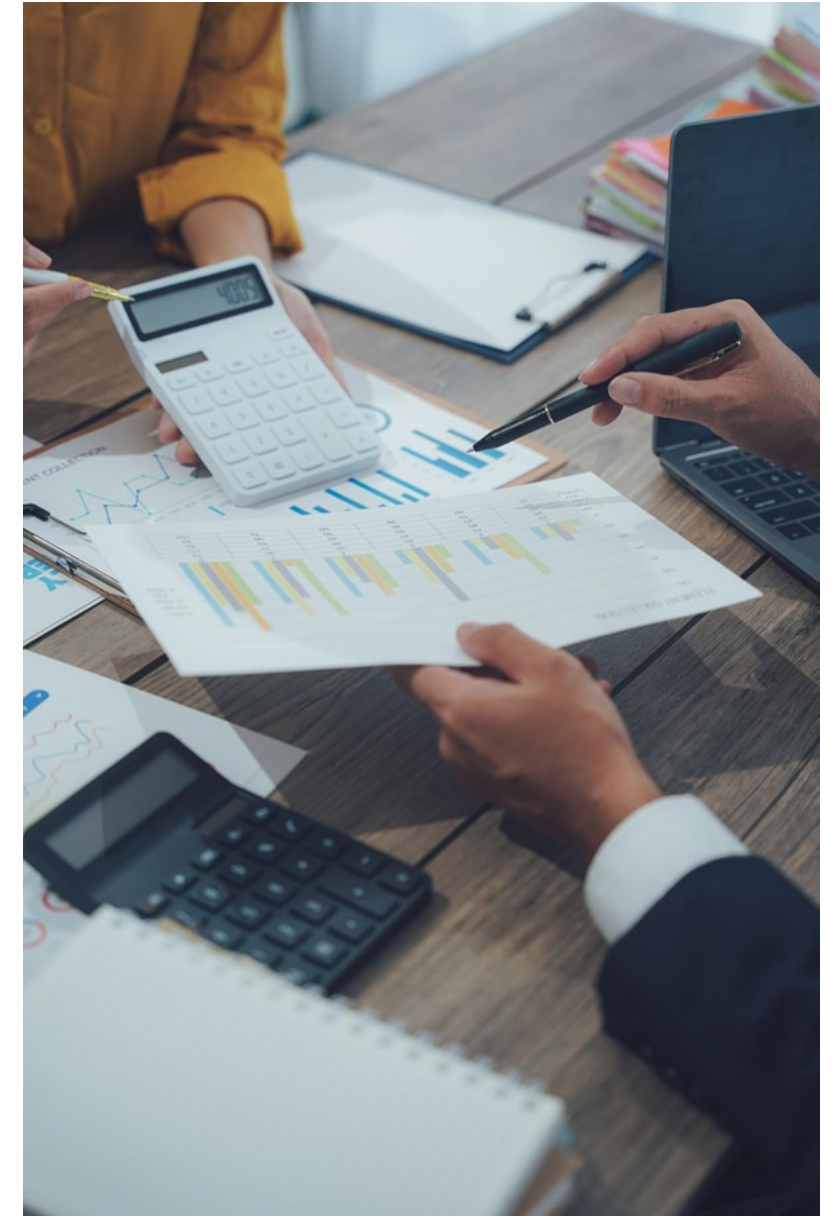
- Es el método principal para la mayoría de los activos de infraestructura, particularmente aquellos que están en operación o en etapa final de construcción. Se proyectan flujos de caja a largo plazo (20–30 años), descontados a una tasa que refleje riesgo del activo, inflación, riesgo país y entorno regulatorio. Los flujos y tasas suelen estar indexados a inflación.
- El análisis de sensibilidad es crítico dada la duración y la incertidumbre de las proyecciones.

#### 2. Enfoque de costo

- Para activos en construcción o sin historial de ingresos, se utiliza el costo de reemplazo menos depreciación.

#### 3. Enfoque de mercado

- Método utilizado de manera puntual para cierto tipo de proyectos en desarrollo o “ready to build” (RTB), o para empresas reguladas en operación (tales como empresas de distribución o transmisión de agua, electricidad o gas). Uso de múltiplos de transacciones (EV/EBITDA, EV/MW, EV/conexión) de activos comparables, ajustados por vida útil, riesgo y geografía. Los comparables pueden ser limitados; se recomienda como contraste al DCF.



TÉCNICAS DE VALORIZACIÓN Y BUENAS PRÁCTICAS



Calibración

- Calibrar tasas de descuento y múltiplos a transacciones recientes, actualizando por cambios macro (inflación, tasas, regulación).



Value Bridge

- Utilizar value bridges para explicar cambios (CAPEX, refinanciación, cambios regulatorios, desempeño operativo, cambios de curvas de precio).



Sensibilidad y escenarios

- Probar variables clave (tarifas, volúmenes, inflación, tasa de descuento, cambios regulatorios). Modelar casos base, estresados y optimistas.



Gobernanza de modelos

- Asegurar transparencia, control de versiones y revisión independiente. Documentar todos los supuestos, inputs y outputs, tales como curvas de precios de energía o
- Volúmenes de producción.

ERRORES COMUNES Y CÓMO EVITARLOS

- Proyecciones de flujos demasiado optimistas o subestimación del riesgo regulatorio.
- No actualizar tasas de descuento ante cambios de mercado.
- Documentación insuficiente de supuestos y estructura del modelo.

EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- Un fondo de infraestructura valora, por ejemplo, una central eólica usando un DCF a largo plazo, proyectando flujos indexados a inflación y descontando a una tasa calibrada a transacciones sectoriales recientes. Se realiza sensibilidad sobre tarifas, volúmenes y tasas. Un value bridge explica cambios por CAPEX, refinanciación y cambios de precios. El modelo es revisado por comité independiente y se documentan todos los supuestos.

## 1.5 Fondos Inmobiliarios

Los activos reales incluyen inmuebles comerciales y residenciales, recursos naturales y activos tangibles. Se valoran en base a evidencia de mercado, generación de ingresos y costo de reposición. El valor razonable debe reflejar el precio en una transacción ordenada entre participantes del mercado en la fecha de valoración, considerando factores específicos del activo, condiciones de mercado y entorno regulatorio.

### Jerarquía de metodologías de valoración

#### 1. Enfoque de mercado (ventas comparables, tasas de capitalización)

- Uso de ventas recientes de propiedades similares, ajustando por localización, calidad, términos de arrendamiento y condiciones de mercado.
- Las tasas de capitalización (cap rates, definidos como NOI/Valor)<sup>14</sup> se derivan de datos de mercado y se aplican al NOI del activo.
- Ajustes por diferencias en características y tendencias de mercado.

#### 2. Enfoque de ingresos (DCF)

- Proyección de ingresos por alquiler, gastos y valor de reversión, descontando a una tasa de mercado.
- El DCF se usa para activos con flujos complejos, proyectos en desarrollo o características únicas.
- El valor terminal se estima con tasas de salida o múltiplos de mercado.

#### 3. Enfoque de costos

- Para activos especializados o nuevos, se usa el costo de reemplazo menos depreciación y obsolescencia.



<sup>14</sup> NOI: Net Operating Income.

TÉCNICAS DE VALORIZACIÓN Y BUENAS PRÁCTICAS



Calibración

- Calibrar tasas de capitalización y descuento a transacciones y tasaciones de mercado. Usar tasaciones externas como contraste.



Value Bridge

- Utilizar value bridges para explicar cambios (renovaciones de contratos, mejoras, cambios de mercado, revalorizaciones).



Tasador externo

- Contratar tasadores acreditados y/o de reconocido prestigio en el mercado. Reconciliar valores internos y externos, documentando diferencias.



Sensibilidad

- Probar supuestos clave (rentas, vacancia, capex, yield de salida, tendencias de mercado).



Documentación

- Mantener registros detallados de comparables, ajustes y justificación. Asegurar transparencia en reporting y disclosures.

ERRORES COMUNES Y CÓMO EVITARLOS

- Depender de ventas antiguas o no comparables.
- No ajustar por factores específicos del activo o cambios de mercado.
- Documentación insuficiente de supuestos y ajustes.

EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS

- Un fondo inmobiliario valora un activo comercial usando enfoques de mercado (ventas comparables ajustadas) e ingresos (DCF con proyección de rentas, gastos y valor de reversión, descontado a tasa de mercado). Las tasas se calibran a transacciones recientes. Un value bridge explica cambios por renovaciones y mejoras. La valoración es revisada por comité independiente y se documentan todos los supuestos. Se usan tasaciones externas como contraste.

## 1.6 Fondos de Fondos

Los Fondos de Fondos invierten en una cartera de fondos subyacentes (private equity, venture capital, inmobiliario, etc.), proporcionando diversificación y acceso a gestores especialistas. La valoración debe reflejar el valor razonable de los fondos subyacentes, ajustado por desfase temporal, liquidez y calidad de las valoraciones subyacentes.

### Jerarquía de metodologías de valoración

#### 1. NAV de fondos subyacentes

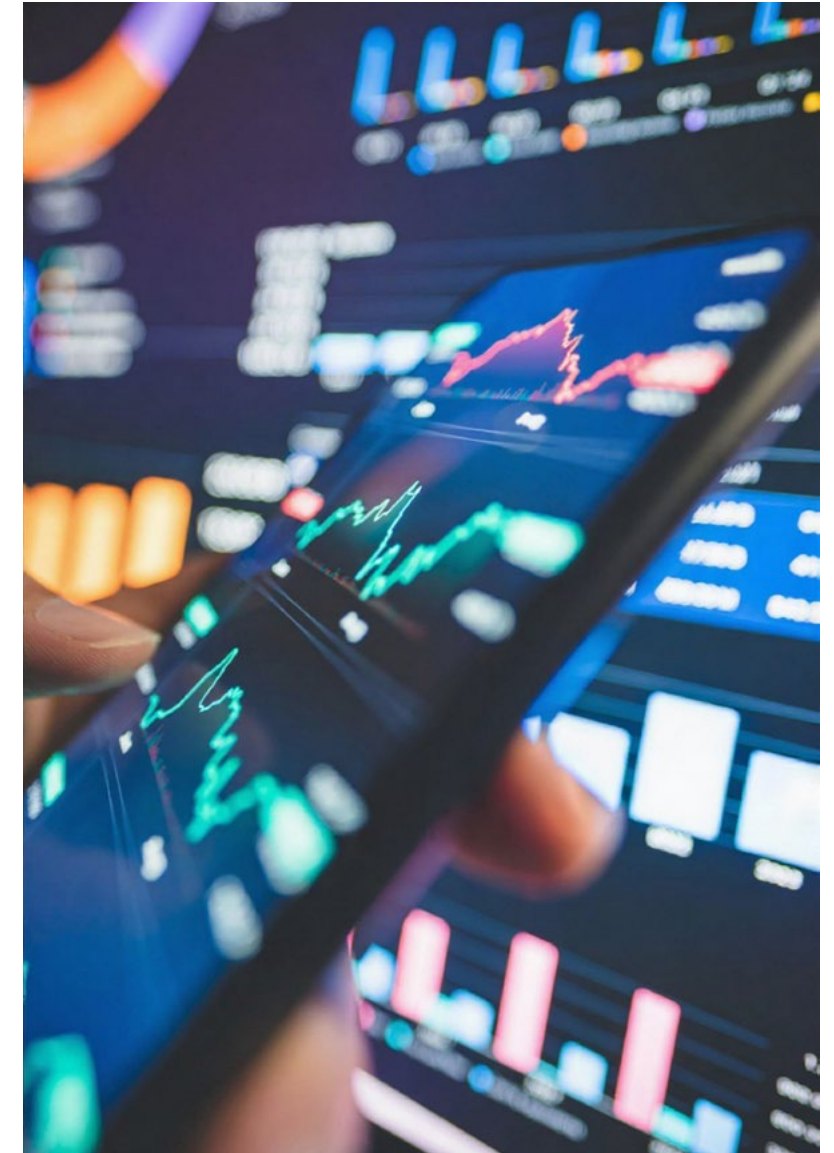
- Usar los NAVs más recientes disponibles, ajustando por desfase, liquidez y calidad de las valoraciones subyacentes.
- Ajustar por llamadas de capital, distribuciones y eventos conocidos desde la última fecha de NAV.
- Evaluar la robustez de las políticas de valoración de los fondos subyacentes, estatus de auditoría y cumplimiento de estándares de valor razonable.

#### 2. Enfoque de ingresos (DCF de distribuciones esperadas)

- Proyectar flujos esperados de los fondos subyacentes, descontando a una tasa que refleje riesgo e iliquidez.
- Se usa para carteras maduras con distribuciones predecibles.

#### 3. Precios de mercado secundario

- Usar precios observables de intereses similares, ajustando por diferencias de liquidez, calidad y timing.
- Aplicar descuentos por iliquidez, precios desactualizados o concentración de riesgo.



TÉCNICAS DE VALORIZACIÓN Y BUENAS PRÁCTICAS

 **Revisión de calidad de NAV**

- Evaluar la robustez de las políticas de valoración subyacentes, estatus de auditoría y cumplimiento de estándares. Cuestionar NAVs cuando sea necesario.

 **Value Bridge**

- Utilizar value bridges para explicar cambios en NAV (llamadas de capital, distribuciones, FX, revalorizaciones).

 **Backtesting**

- Comparar distribuciones y salidas realizadas con NAVs previos para refinar supuestos y demostrar fiabilidad.

 **Sensibilidad**

- Probar supuestos clave (rentas, vacancia, capex, yield de salida, tendencias de mercado).

 **Documentación**

- Mantener un calendario de valoración y registros de todos los ajustes y su justificación. Asegurar transparencia en reporting y disclosures.

**ERRORES COMUNES Y CÓMO EVITARLOS**

- Confiar ciegamente en NAVs antiguos o no auditados.
- No ajustar por eventos conocidos o cambios de mercado.
- Documentación insuficiente de ajustes y justificación.

**EJEMPLOS DE BUENAS PRÁCTICAS**

- Un gestor de fondos de fondos valora su cartera usando los NAVs más recientes, ajustando por llamadas de capital, distribuciones y eventos conocidos. Se evalúa la calidad de las valoraciones subyacentes y se aplican descuentos por iliquidez o precios desactualizados. Un value bridge explica cambios en NAV y se documentan todos los ajustes. Se realiza backtesting al exit y se incorporan aprendizajes en valoraciones futuras.

# Anexos

- **Anexo 1:** Normativa Local Vigente y Esquema General de Valorización
- **Anexo 2:** Clasificación ACAFI de Fondos de Inversión Públicos
- **Anexo 3:** Método del Valor Patrimonial Proporcional (VPP)- en temas contables
- **Anexo 4:** Recomendación para valorización de activos inmobiliarios
- Glosario
- Reseñas Bibliográficas



## Anexo 1: Normativa Local Vigente<sup>15</sup>

### I. Esquema General de Valorización

El presente Anexo entrega una descripción general y esquematizada de la normativa vigente aplicable en la valorización de los Fondos de Inversión Públicos fiscalizados por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). A la fecha de publicación de esta guía, la CMF ha dado a conocer, en versión para comentarios, un “Compendio normativo de fondos y administradoras generales de fondos” que, entre las modificaciones propuestas, incluye temas asociados a la valorización<sup>16</sup>

La normativa relevante para la Valorización de los Fondos de Inversión contiene algunos aspectos centrales que se deben destacar como marco de aplicación general, independiente del tipo de fondo que se trate:

- i) El marco legal que rige a las Administradoras de Fondos está establecido en la Ley 20.712 y su reglamento (Decreto N°129 de 2014). En este ordenamiento resulta relevante destacar que la responsabilidad final de la valorización de los fondos recae en las Administradoras y, consecuentemente, en el Directorio de cada AGF, según lo establece la mencionada ley y la normativa aplicable.
- ii) Las disposiciones sobre gobierno corporativo y en particular, aquellas relacionadas con la administración de los riesgos de una Administradora de Fondos (AGF), incluyendo los relacionados con

la valorización, se rigen por la normativa de Gobiernos Corporativos aplicable a las AGFs (Norma de Carácter General N°507 de 2024)<sup>17</sup>.

iii) El marco general de valorización contable aplicable a los fondos de inversión públicos es IFRS, de acuerdo con lo establecido inicialmente por el Oficio Circular 544 de 2009, y con las consideraciones propias de la regulación local emitidas posteriormente por la CMF, las que tienen prevalencia en su aplicación, incluso por sobre aquellas que determine el referido estándar internacional.

iv) La aplicación de IFRS 9 es central en esta temática y está vigente para los fondos de inversión públicos desde 2018 (reemplazó a la NIC 9) y tiene aplicación para los instrumentos de inversión y contratos de cobertura, considerando también la aplicación de las metodologías de deterioro cuando corresponda.

#### I.1 Normativa CMF para Fondos de Inversión Fiscalizados

La CMF adoptó la decisión de que todos los fondos y sociedades administradoras deberán presentar sus Estados Financieros preparados en base a IFRS, lo que se materializó a través del Oficio Circular 544 en octubre de 2009. La adopción de IFRS determina la aplicación de ciertos criterios para la clasificación y la valorización de los instrumentos financieros que componen las carteras de inversión, los que principalmente están referidos a la aplicación de IFRS 9<sup>18</sup>. Dicho estándar, basa el tipo de valorización a utilizar en el modelo de negocios o estrategia que pretende seguir la

Administración con las inversiones, lo que será explicado en detalle más adelante en esta sección.

Sin perjuicio de lo anterior y de la aplicación de IFRS como marco general para la valorización, la CMF fue dictando una serie de instrucciones, ya sea aclaratorias, de excepción o de restricción en la aplicación de IFRS, que fueron configurando el esquema de valorización contable de los fondos de inversión públicos en Chile, tal como se esquematiza en la **Figura 1 (siguiente página)**.

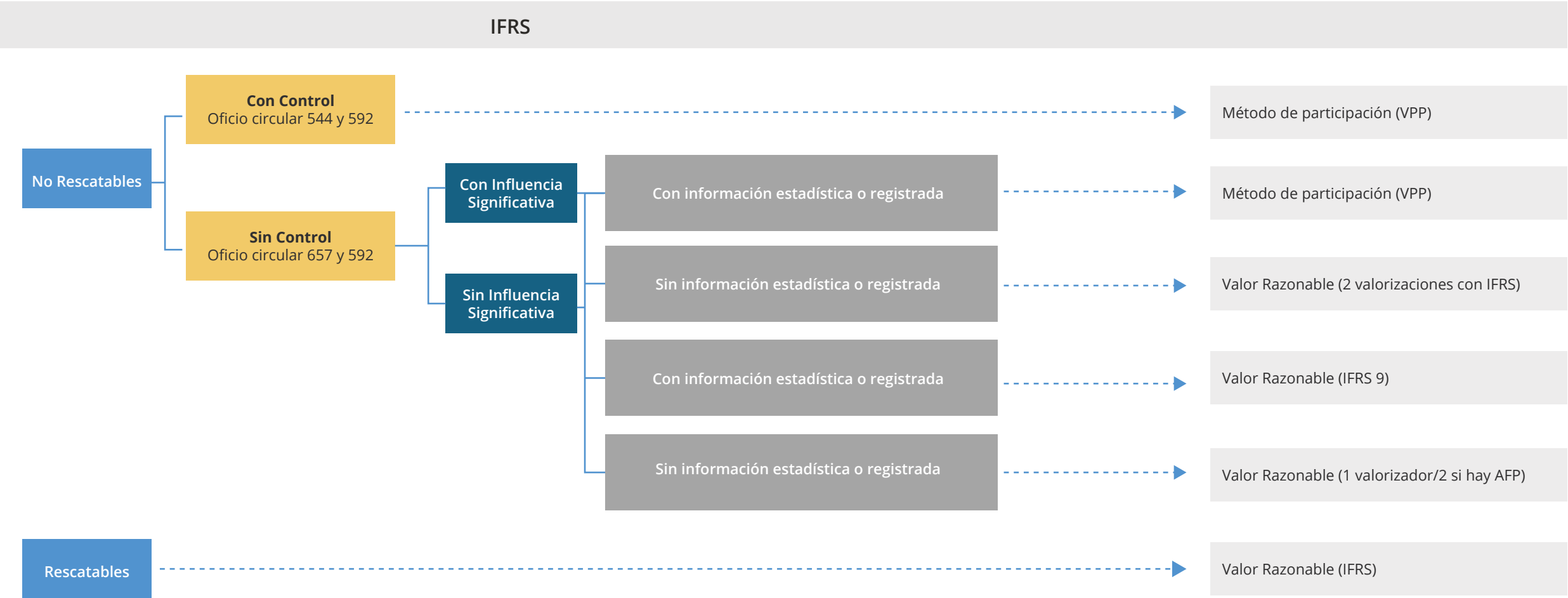
15 | Este Anexo sobre normativa vigente es tomado con algunos ajustes desde la “Guía de Mejores Prácticas para Valorización de Fondos de Inversión, ACAFI (2020)”.

16 | La propuesta en consulta considera una vigencia de doce meses a partir de la publicación definitiva.

17 | La NCG N°507 sobre Gobierno Corporativo y Gestión Integral de Riesgos en las Administradoras Generales de Fondos fue emitida en mayo de 2024, derogando a la Circular N°1.869 emitida en 2008.

18 | El Oficio Circular 592 indica: “Adicionalmente, los estados financieros que presenten las entidades deberán cumplir con las exigencias de revelaciones establecidas en la IFRS 7, incorporando la descripción detallada de la metodología utilizada en la valorización de los instrumentos financieros que componen las carteras de inversión, identificando y describiendo las premisas utilizadas e identificando la fuente de precios aplicada.”

Figura 1: Valorización de Fondos Públicos vigente en Chile



Fuente: Elaboración en base a la Guía De Mejores Prácticas para Valorización de Fondos de Inversión, ACAFI (2020).

### a) Fondos No Rescatables

Los fondos de inversión no rescatables son los tradicionalmente reconocidos en la legislación cuyas cuotas no permiten un rescate frente al emisor antes de la fecha estipulada para la liquidación del fondo o de considerarlo en su reglamento, el plazo es superior a 180 días desde la solicitud. Así también, deben registrarse en una bolsa de valores, entregando la posibilidad al aportante de recuperar la inversión a través de la transacción de las cuotas en el mercado.

La valorización de estos fondos está regida en términos contables por las instrucciones de IFRS que la CMF (SVS en ese entonces) adoptó en 2009 y que fueron complementadas principalmente por las siguientes instrucciones listadas en orden secuencial:

- Oficio Circular N°592 (2010): indica que los fondos de inversión que mantengan inversiones en sociedades en las que tengan el control, no deben consolidar la información financiera de dichos fondos. Además, deberán valorizar la inversión mediante el método de la participación (VPP).
- Oficio Circular N°657 (2011): Imparte instrucciones de valorización de las inversiones de los fondos de inversión en sociedades o entidades sobre las cuales no mantengan el control sobre la entidad en que está invirtiendo.

Para este caso, se debe distinguir si la administradora tiene o no influencia significativa. Bajo ese escenario, las valorizaciones “deben ser realizadas por consultores o auditores independientes de reconocido prestigio, no relacionadas a la sociedad evaluada ni a la sociedad administradora del fondo”.

La reclasificación de activos es requerida cuando cambie el modelo de negocios (la reclasificación de pasivos no está permitida).

Si la administración del fondo tiene la facultad de intervenir en las decisiones de política financiera y de explotación de la entidad, sin llegar a tener el control absoluto de la misma- es decir, tiene influencia significativa sobre ella- la valorización se llevará a cabo solo a través del VPP (con estados financieros auditados). Si, además, la inversión corresponde a una entidad que no cuenta con información pública o registrada, el valor razonable deberá considerar dos valorizaciones independientes, pudiendo o no tomar esos valores.

Si no tiene influencia significativa sobre la entidad participada, se deberá optar por usar la metodología de IFRS 9 (valor razonable). Si, además, la inversión corresponde a una entidad que no cuenta con información pública o registrada, el valor razonable deberá considerar una o dos valorizaciones independientes, dependiendo si hay o no una AFP como aportante.

### b) Fondos Rescatables

La característica de estos fondos es que permiten al inversionista, como su nombre lo indica, rescatar la inversión con el emisor (la Administradora) en cualquier tiempo, pero el pago debe realizarse en un plazo que no supere 180 días, a valor de mercado de sus cuotas de participación. Esto es posible dadas las características de mayor liquidez que tienen los activos subyacentes de estos fondos, lo que permite liquidar las inversiones dentro del plazo señalado y obtener un valor de mercado en base a precios que, en general, se obtienen desde transacciones efectivas realizadas en el mercado o estimaciones razonables de estos valores.

Para este tipo de fondos, la CMF publicó la Norma de Carácter General N°376, en la que indica que, en los fondos de inversión rescatables, la valorización del activo se determinará en base a la información entregada por una fuente de información periódica de precio del instrumento en cuestión (proveedores de precios). Dicha fuente puede ser pública o bien tratarse de un externo contratado por la Administradora para estos efectos. Las condiciones impuestas por la normativa para el valorizador externo o proveedor de precios se refieren a que dicho ente debe ser confiable e independiente a la Administradora. En términos de las definiciones aplicables asociadas a IFRS estos fondos, en particular a IFRS 9, se valorizan a valor razonable.

## II. Aplicación de IFRS 9

A partir del 1 de enero de 2018 comenzó a regir la norma IFRS 9 (reemplazando la NIC 39), que se aplica a los instrumentos de deuda. En ella se abordan temas tales como la clasificación y medición de instrumentos financieros, el deterioro en el valor de los activos financieros y la contabilidad de coberturas, los que se revisarán a continuación.

### II.1. Clasificación y Medición de Instrumentos Financieros

La clasificación de instrumentos financieros impacta principalmente a los activos en el balance, por lo que se torna crítico determinar correctamente el modelo de negocio y la evaluación del criterio de características contractuales de flujo de efectivo (es decir, Solo Pagos de Principal e Intereses (SPPI))<sup>19</sup>.

De acuerdo a IFRS 9, inicialmente los instrumentos financieros deben ser reconocidos por su valor razonable más, en el caso de un activo financiero o pasivo financiero que no sea a valor razonable, los costos de transacción que sean directamente atribuibles a la adquisición del activo financiero. El valor razonable, en este caso, se considera como el precio de transacción del activo. Los costos de transacción deben considerar los honorarios, comisiones, tasas, impuestos, etc., pero no se deben incluir primas o descuentos sobre la deuda, costos financieros, costos internos de administración o costos de mantenimiento.

Posterior a la medición inicial, todos los activos que estén dentro del alcance de IFRS 9 deben ser valorizados de acuerdo con uno de los siguientes criterios: Costo amortizado, Valor razonable a través de otros resultados integrales (*Fair Value Through Other Comprehensive Income, FVTOCI*), Valor razonable a través de utilidad o pérdida (*Fair Value Through Profit or Loss, FVTPL*).

**1. Costo amortizado:** se utiliza cuando los flujos de caja cumplen con el SPPI y el modelo de negocios contempla mantener los activos para recibir flujos de caja contractuales.

**2. Valor Razonable a través de Otros Resultados Integrales (FVTOCI):** en este caso, hay cambios en el patrimonio neto. Se utiliza cuando los flujos de caja cumplen con el SPPI y el modelo de negocios contempla mantener los activos para recibir flujos de caja contractuales y luego vender. Posiblemente, las inversiones que se venderán antes del periodo de vencimiento se valorizarán con este método.

Aun cuando, el Test SPPI sea negativo, se debe medir mediante FVTOCI cuando hay cambios en el Valor Razonable que afectan el Patrimonio y cuando se vende el activo.

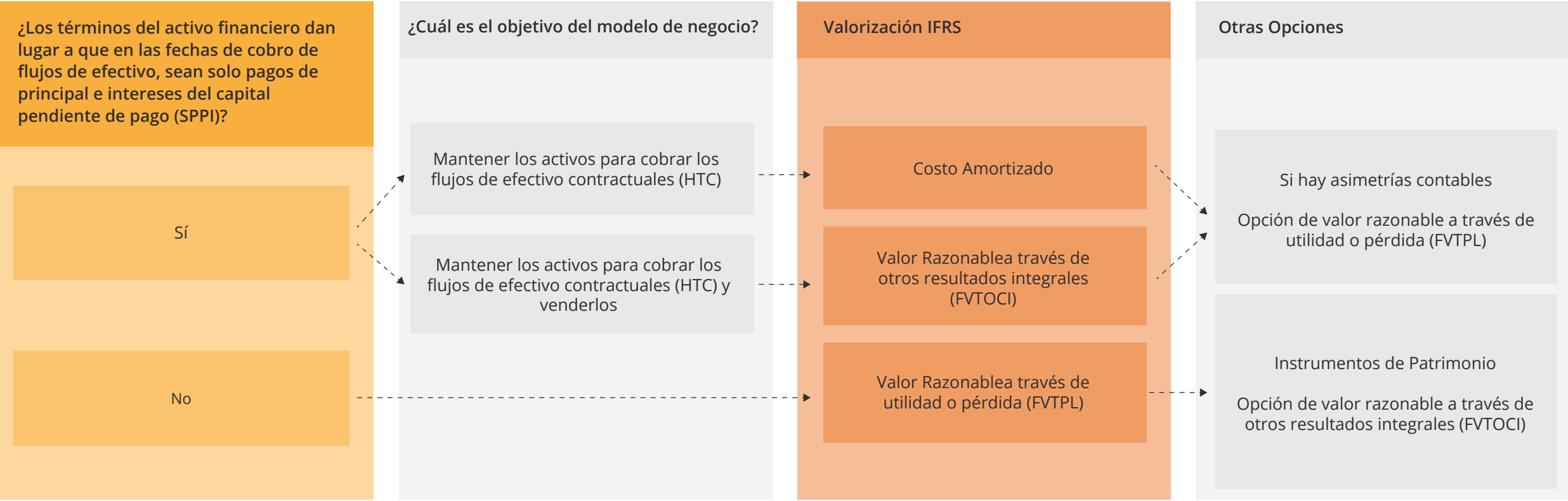
**3. Valor razonable a través de Utilidad o Pérdida (FVTPL):** se utiliza cuando los flujos de caja no cumplen con el Test SPPI. Posiblemente, acciones de sociedades cotizadas (que la entidad no haya optado por contabilizar en FVTOCI), derivados que no han

sido designados en una relación de cobertura (por ejemplo: swaps de tasas de interés, contratos de futuros, opciones sobre materias primas y contratos de futuros / opciones sobre divisas), inversiones en obligaciones convertibles, y bonos vinculados a materias primas, se valorizarán con este método.

El cálculo de valor razonable se explica en mayor profundidad en la norma IFRS 13.

**La Figura 2 (siguiente página)** entrega una herramienta para la clasificación de activos según lo expuesto anteriormente.

Figura 2: Clasificación y Valorización de Activos según IFRS 9



Fuente: Guía De Mejores Prácticas para Valorización de Fondos de Inversión, ACAFI (2020)

## II.2. Deterioro en el Valor de Activos Financieros

### I. Esquema General de Valorización

IFRS 9 establece la obligación de contar con un modelo de deterioro, que tiene como objetivo el reconocimiento oportuno de las pérdidas crediticias. Se basa en las pérdidas de crédito esperadas y aplica a los instrumentos de deuda medidos a costo amortizado o a valor razonable a través de otros resultados integrales (FVTOCI), cuentas por cobrar de arrendamiento, activos de contrato y ciertos compromisos de préstamo suscritos y contratos de garantía financiera.

El principio general de deterioro se mide a través de:

- Pérdida Esperada a un año desde el reconocimiento inicial del instrumento financiero o préstamo crediticio.
- Pérdida Esperada calculada no solo a un año, sino a la duración de vida del instrumento o préstamo cuando se presenta un incremento en riesgo crediticio de manera significativa.

Para estimar las pérdidas de crédito esperadas, se debe considerar un rango de posibles situaciones, información razonable y con respaldo sobre eventos pasados y futuros, incluyendo el efecto del valor del dinero en el tiempo (que deben ser descontada usando la tasa de interés efectiva ajustada del activo).

Luego, la pérdida de crédito esperada (PE) se calculará periódicamente, como:

$$PE = EAD \times PD \times LGD$$

**EAD:** Exposición al incumplimiento o exposición en riesgo (valor del pagaré para un fondo de inversión).

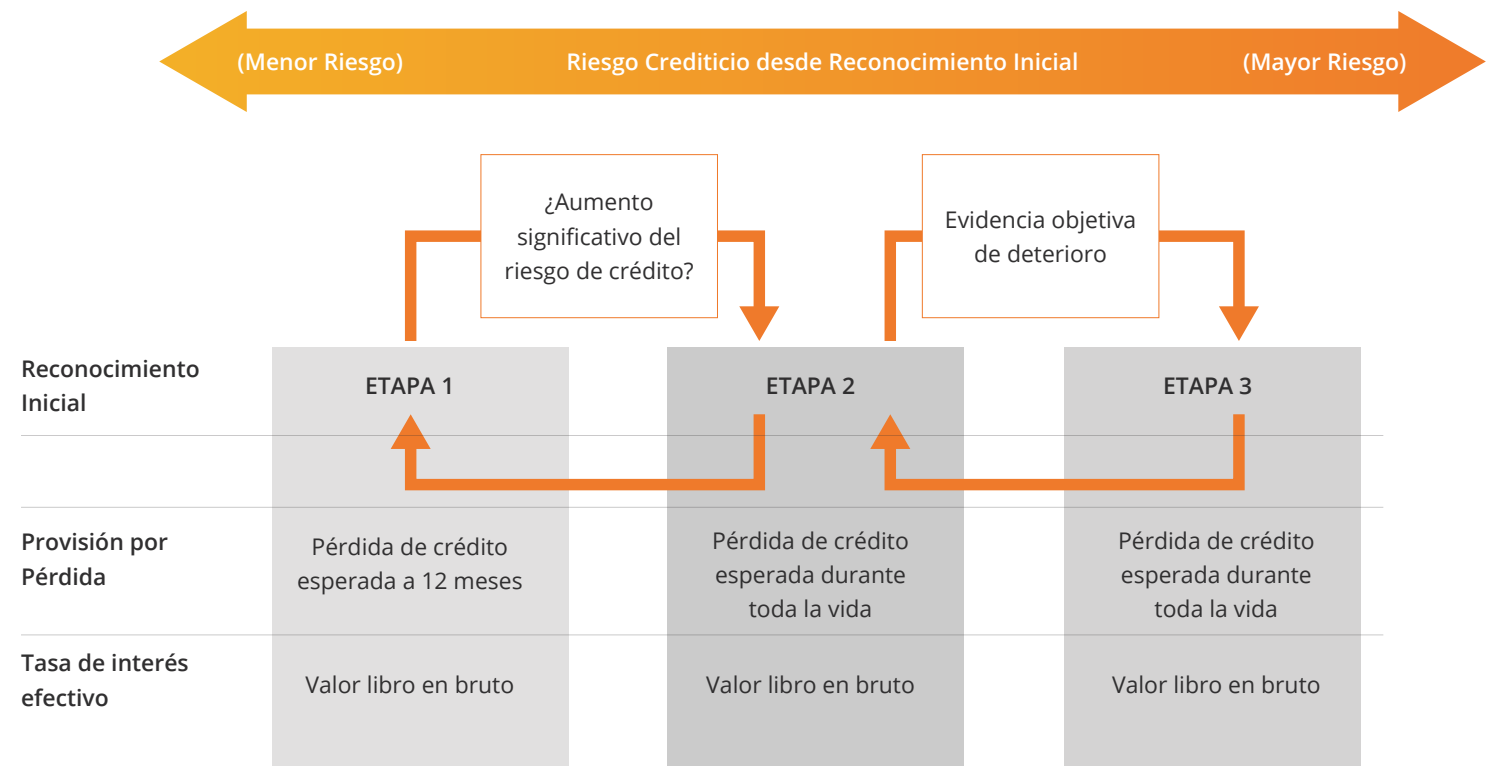
**PD:** Probabilidad de que un determinado deudor incumpla sus obligaciones de pago dentro de un período de tiempo determinado.

**LGD:** Tasa de pérdida incurrida una vez ocurrido el incumplimiento.

El enfoque del modelo se basa en 3 etapas fundadas en el grado de riesgo del crédito y en la circunstancia que se haya producido un aumento significativo del mismo.



Figura 3: Modelo de Deterioro Bajo IFRS 9



Es importante que la AGF tenga una contraparte que los asesore en el modelo de deterioro, para determinar los riesgos. La contraparte debe ser independiente, de modo de segregar funciones (puede ser interno o externo).

Se recomienda hacer el Test de Deterioro a 90 días después de la adquisición del instrumento y luego de manera trimestral, siempre y cuando no haya habido cambios significativos que pudiesen impactar en la valorización del instrumento. En ese caso, se debe realizar nuevamente el Test.

Fuente: Guía De Mejores Prácticas para Valorización de Fondos de Inversión, ACAFI (2020)

## Anexo 2

### Clasificación ACAFI de Fondos de Inversión Públicos

La clasificación ACAFI comprende dos grandes mundos: Fondos de Inversión en Activos Mobiliarios y Fondos de Inversión en Activos Alternativos.

**Figura 4:** Clasificación ACAFI Fondo de Inversión Públicos



## Anexo 3

### Método del Valor Patrimonial Proporcional (VPP)

El VPP se utiliza para valorizar una inversión cuando el fondo tiene control e influencia significativa sobre la entidad participada.

En general, se entiende que se utiliza para las inversiones permanentes, en las que el objetivo principal no es la venta sino la tenencia de estas influyendo o controlando las decisiones de la entidad.

Básicamente, lo que busca es reflejar los cambios en la participación del inversionista en los activos netos y en los resultados de la empresa en que se invierte. Para ello, la cuenta de inversiones y las cuentas de resultado del inversionista se ajustan periódicamente<sup>20</sup>.

- Inicialmente, el ajuste en relación con el costo deberá efectuarse respecto al estado financiero más cercano de la entidad participada, siempre que no exceda a tres meses de la fecha de adquisición.
- En el siguiente cierre, el inversionista deberá analizar si existen hechos relevantes ocurridos entre la fecha de los estados financieros considerados para registrar el VPP y la fecha efectiva de adquisición, a fin de corregir eventuales distorsiones significativas en los resultados reconocidos.
- El ajuste será clasificado en el activo, a continuación de la respectiva cuenta de inversión, incrementándolo o disminuyéndolo según corresponda y será amortizado con cargo o abono a resultados en un período razonable, de preferencia basado en el plazo esperado de retorno de la inversión.
- En el caso de que la adquisición se produzca por compras sucesivas, el costo podrá ser determinado por acumulación de las diversas transacciones de cada trimestre calendario, en vez de sobre base individual, y en consecuencia se determinará un mayor o menor valor neto con relación al correspondiente VPP.
- Si parte de las acciones que conforman una inversión que reúne los requisitos para ser valorizada según el método del VPP, pertenecían al inversionista y se encontraban clasificadas y valorizadas como inversiones de corto plazo, se entenderá por costo de esas acciones el valor que resulte de aplicar, a la fecha de la última adquisición, el criterio de valorización a costo o mercado, el que sea menor. Para ello, las provisiones que se hayan determinado, hasta la fecha de adquisición, serán abonadas al valor de la inversión.
- En caso de que el requisito para valorar la inversión a VPP se origine por una disminución del capital (retiro de socios o accionistas), se entenderá por costo de la inversión el valor en que se encontraba registrada.

## Anexo 4

### Recomendación para valorización de activos inmobiliarios

En el marco de la actualización de los activos inmobiliarios, la Comisión Inmobiliaria se reunió para revisar una serie de prácticas cuyo objetivo es contribuir a la entrega de información más transparente y certera sobre los activos que manejan los distintos fondos.

Se destacó la importancia de que estas prácticas sean realizadas por todos los actores, ya que en la medida de que existan los mismos parámetros, se podrá medir la información de manera adecuada. Las principales recomendaciones que surgieron en esta reunión hacen referencia a temas de Tasaciones de los activos de un Fondo Inmobiliario y a la Transparencia en la entrega de la información de estos, específicamente en los Estados Financieros.

#### 1. TASACIONES

La Comisión sugirió realizar ciertas prácticas con respecto a la determinación del valor de los activos que son parte de los Fondos Inmobiliarios.

**a) Mecanismo para utilizar:** Dada la naturaleza de los activos inmobiliarios y de los flujos que generan, se determinan distintos mecanismos para la valorización, dependiendo de si el fondo es de inversión en activos para la renta o para desarrollo.

Se considera que el mecanismo más adecuado para tasar los activos desarrollados y disponibles para la renta de un Fondo

Inmobiliario es el Mecanismo de Flujo. En caso de que alguna administradora quisiese utilizar el Mecanismo de Reposición, debiese dejar justificada la causa de esta elección. Para el caso de los activos por desarrollar (terrenos u otros activos que no estén disponibles para ser arrendados), la metodología de tasación debería ser por comparación de mercado evaluando el potencial inmobiliario que posee el terreno o activo.

**b) Características tasadores:** La Norma Internacional de Contabilidad 40, se refiere al tema de los tasadores. Recomendamos a las entidades, pero no se les obliga, a medir el valor razonable de sus propiedades de inversión a partir de una tasación practicada por un experto independiente que tenga una capacidad profesional reconocida y una experiencia reciente en la localidad y en el tipo de propiedad de inversión que está siendo medido. Como Asociación, se recomienda además que los tasadores cumplan con ciertos requisitos que validen su experiencia, en específico, que cuenten con una experiencia igual o superior a los 10 años en el trabajo de valorizar por flujo y con un reconocido prestigio en la comunidad inmobiliaria y financiera nacional.

**c) Cantidad de tasaciones:** Se sugiere contar con al menos dos tasaciones para los distintos activos que componen un fondo, eligiendo, a decisión fundada de cada administradora, la menor entre ambas o bien el promedio. En caso de que la diferencia entre ambas tasaciones sea igual o superior a 10%, es recomendable pedir una tercera tasación, utilizando la segunda más baja.

Si por un tema de costos, tiempos o aprobaciones requeridas, no se puede acceder a una tercera tasación, se sugiere considerar el promedio de las ya obtenidas.

**d) Rotación de tasadores:** Se sugiere rotar la dupla de tasadores en un plazo no mayor a 6 años, procurando ir cambiando a uno de los equipos cada tres años de tal manera de mantener siempre al menos a un equipo con experiencia previa en los activos en cuestión.

**e) Vigencia:** Considerando que cada uno de los activos del fondo debe ser valorizado a lo menos una vez al año, se recomienda que la AGF solicite nuevas tasaciones en caso de existir hechos externos que a criterio de la misma Administradora puedan repercutir significativamente en el valor de los activos ya tasados.

**f) Momento de valorizar:** Se mantiene la sugerencia de que las valorizaciones se realicen a partir de la recepción municipal del activo, ya sea recepción parcial o total.

**g) Auditorías externas:** Las administradoras deberán procurar que la empresa de auditoría externa del Fondo, incluya dentro del proceso de auditoría, una revisión del procedimiento de tasación de los activos del Fondo.

#### 2. MÁS Y MEJOR INFORMACIÓN

Se sugiere a las administradoras entregar información sobre las valorizaciones efectuadas en notas a los estados financieros, agrupando si es necesario activos por clase, ubicación o destino. Lo anterior, salvo que la misma Administradora determine que por la cantidad de activos, su ubicación o destino no es recomendable para los intereses del Fondo entregar dicho detalle.

# Glosario

**Asociada:** Entidad sobre la que el inversor posee influencia significativa, y no es una dependiente ni constituye una participación en un negocio conjunto. La asociada puede adoptar diversas modalidades, entre las que se incluyen las entidades sin forma jurídica definida, tales como las fórmulas asociativas con fines empresariales.

**Control:** Poder para dirigir las políticas financieras y de explotación de una entidad, con el fin de obtener beneficios de sus actividades.

**Control Conjunto:** Acuerdo contractual para compartir el control sobre una actividad económica, y sólo existirá cuando las decisiones estratégicas, tanto financieras como de explotación, relativas a la actividad requieran el consentimiento unánime de todas las partes que comparten el control (los partícipes).

**MID Price:** Es el precio promedio entre el mejor precio de oferta y el mejor precio de compra del instrumento.

**Influencia Significativa:** Poder de intervenir en las decisiones de política financiera y de explotación de la participada, sin llegar a tener el control absoluto ni el control conjunto de la misma.

Se presume que el inversor ejerce influencia significativa si posee, directa o indirectamente (por ejemplo, a través de dependientes), el 20% o más del poder de voto en la participada, salvo que pueda demostrarse claramente que tal influencia no existe. A la inversa, se presume que el inversor no ejerce influencia significativa si posee, directa o indirectamente (por ejemplo, a través de dependientes), menos del 20% del

poder de voto en la participada, salvo que pueda demostrarse claramente que existe tal influencia. La existencia de otro inversor, que posea una participación mayoritaria o sustancial, no impide necesariamente que se ejerza influencia significativa.

Usualmente, la existencia de la influencia significativa por parte del inversor se evidencia a través de una o varias de las siguientes vías: (a) representación en el consejo de administración, u órgano equivalente de dirección de la entidad participada; (b) participación en los procesos de fijación de políticas, entre los que se incluyen las decisiones sobre dividendos y otras distribuciones; (c) transacciones de importancia relativa entre el inversor y la participada; (d) intercambio de personal directivo; o (e) suministro de información técnica esencial.

**Precio de Cierre (NAV):** Es el precio unitario de cada participación en el fondo. Se calcula diariamente en base al precio de cierre de mercado del día, para los activos que componen el fondo. Esto implica, que el inversionista no conoce el precio de su participación cuando la suscribe, sino que al final del día.

En el caso de los ETF, se suma el valor total de cada uno de los instrumentos que lo componen y se divide por número de certificados que emitió.

**NAV=** (Activos-Pasivos)/(Total Participaciones)= (Patrimonio Neto)/(Total Participaciones)

**Mark to Market:** Es una forma de contabilizar las pérdidas y ganancias en una operación de una cartera de inversión formada por activos financieros, valorándose el registro

contable de todas las posiciones abiertas en base a los precios actuales de mercado. Estos nuevos precios son los que determinarán las nuevas garantías que el inversionista tendrá que reponer en su cartera y mitigará un control erróneo de las posiciones de los clientes de las entidades financieras.

**Mark to Model:** Se refiere a la práctica de fijar el precio de una cartera a precios determinados por un modelo financiero, en contraste con permitir que el mercado determine el precio (mark to market). A menudo, el uso de modelos es necesario cuando no hay un mercado para fijar el precio del instrumento financiero.

# Referencias Bibliográficas

## Normas Internacionales y Guías de Estándares

International Valuation Standards Council (IVSC). (2025). *International Valuation Standards (IVS)*. Effective 31 January 2025. London: IVSC.  
<https://www.ivsc.org/standards/international-valuation-standards/>

International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2013). *Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes* (FR05/13). Madrid: IOSCO.  
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD413.pdf>

International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2023). *Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance* (FR10/23). Madrid: IOSCO.  
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD745.pdf>

International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2025). *Valuing Collective Investment Schemes (CIS): Consultation Report*. CR/05/2025, November 2025.  
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD811.pdf>

International Private Equity and Venture Capital Valuation (IPEV) Board. (2025). *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*.  
<https://www.privateequityvaluation.com/>

Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS). (2022). *RICS Valuation – Global Standards (Red Book Global Standards)*. Effective from 31 January 2022. London: RICS.  
<https://www.rics.org/uk/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/red-book/>

Standards Board for Alternative Investments (SBAI). (2025). *Private Market Valuations: Governance, Transparency, & Disclosure Guidelines – A Guide for Allocators and Investment Managers*. London: SBAI.  
<https://www.sbai.org/resource/private-market-valuations-governance-transparency-disclosure-guidelines/>

Alternative Investment Management Association (AIMA). (2023). *Guide to Sound Practices for the Valuation of Investments*. London: AIMA.  
<https://www.aima.org/resource/guide-to-sound-practices-for-the-valuation-of-investments.html>

## Reguladores y Supervisores

U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). (2022). *Rule 2a-5: Good Faith Determinations of Fair Value – VRC Resource Guide*. New York: Valuation Research Corporation.  
<https://www.sec.gov/investment/rule-2a-5>

European Securities and Markets Authority (ESMA). (2023). *Final Report on the 2022 CSA on Valuation* (ESMA34-45-1802). Paris: ESMA.  
<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-final-report-2022-csa-valuation>

Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). (2023). *ESMA Common Supervisory Action on Valuation – CSSF Feedback Report*. Luxembourg: CSSF.  
<https://www.cssf.lu/en/Document/esma-common-supervisory-action-on-valuation-cssf-feedback-report/>

Autorité des Marchés Financiers (AMF). (2023). *Summary of Spot Inspections on the ESMA-coordinated Supervisory Action on the Valuation of UCITS and AIFs (less liquid asset classes)*.  
<https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/summary-spot-inspections-esma-coordinated-supervisory-action-valuation-ucits-and-aifs>

Central Bank of Ireland. (14 December 2023). *2022 ESMA Common Supervisory Action on Asset Valuation – Feedback Letter*.  
<https://www.centralbank.ie/news-media/press-releases/2022-esma-common-supervisory-action-on-asset-valuation-feedback-letter-14-december-2023>

Financial Conduct Authority (FCA). (2025). *Private Market Valuation Practices: Multi-firm Review*. London: FCA.  
<https://www.fca.org.uk/publications/multi-firm-reviews/private-market-valuation-practices>

## Otras Referencias Profesionales

Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI). *Guía de Mejores Prácticas para Valorización de Fondos de Inversión* (2020).  
<https://acafi.cl/wp-content/uploads/2025/02/Guia-de-Mejores-Practicas-de-Valorizacion-de-Activos-2024-feb-2025.pdf>

American Institute of Certified Public Accountants (AICPA). (2018). *Valuation of Portfolio Company Investments of Venture Capital and Private Equity Funds and Other Investment Companies*.  
<https://www.aicpa.org/resources/topic/valuation>

Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI). (2020). *Guidelines on the Valuation Process for Alternative Investment Fund Managers (AIFM)*.  
<https://www.alfi.lu/en-gb/publication/guidelines-on-the-valuation-process-for-aifms/>

AIMA & Alternative Credit Council (ACC). (2023). *Guide to Sound Practices for the Valuation of Investments*. London: AIMA.  
<https://www.aima.org/resource/guide-to-sound-practices-for-the-valuation-of-investments.html>

PricewaterhouseCoopers (PwC). (2024). *Asset & Wealth Management Benchmarking Insights – Alternatives Valuation Methods and Metrics Survey*.  
<https://www.pwc.com/us/en/industries/financial-services/library/benchmarking-insights-alternatives.html>

# **Guía para la Valorización de Fondos de Inversión en Chile:** Gobernanza y Mejores Prácticas

[www.acafi.cl](http://www.acafi.cl)  
[acafi@acafi.com](mailto:acafi@acafi.com)

