

## Recuadro III.2: Nueva norma de valorización de los fondos mutuos tipo 1

En octubre del 2010, la SVS publicó la Circular 1.990 que modifica el esquema de valorización de los fondos mutuos tipo 1 (FM-1) a partir del 1 de marzo del 2011<sup>9/</sup>. La nueva circular permitirá continuar valorizando la cartera a la tasa de interés de compra, siempre y cuando la diferencia con su valorización de mercado no sea significativa. Para tales efectos, la normativa estableció los siguientes criterios:

1. Diferencia en valor del portafolio. En caso de observarse desviaciones del valor de la cartera total superiores a 0,1% del valor de compra (VC) con respecto de su valor de mercado (VM), se efectuarán ajustes a uno o más de los instrumentos de manera tal que dicha desviación se reduzca a un máximo de 0,1%.
2. Diferencia a nivel de instrumento. La lógica de ajuste anterior también se aplica a nivel de instrumento, pero establece valores que dependen de la reajustabilidad de los activos: 0,6% para instrumentos nominales, y 0,8% para instrumentos denominados en una moneda distinta del peso o en otras unidades de reajuste.

Este esquema contrasta con la norma vigente, ya que actualmente la decisión de revalorizar la cartera recae en el gerente general de la administradora sin especificar un criterio que determine si las diferencias entre el VC y el VM son relevantes<sup>10/</sup>. De este modo, la nueva normativa reduce la discrecionalidad en la decisión de revalorizar las carteras administradas.

El cambio en la normativa de valorización de los FM-1 es beneficiosa en las siguientes dimensiones:

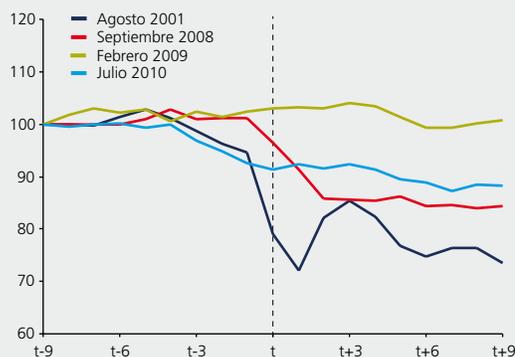
1. Probabilidad de movimientos abruptos de portafolio. Los activos manejados por los FM-1 pueden experimentar importantes fluctuaciones, situación especialmente válida durante los episodios de revalorización (gráfico III.10). En esta línea, el cambio normativo reduciría la probabilidad

de observar corridas estratégicas del tipo de Diamond y Dybvig (1983), ya que acotaría potenciales diferencias entre el VM y el VC de las carteras y, por ende, la ventaja que obtendría el primer inversionista en retirar sus fondos también se limitaría. Complementariamente, dado que el monto de revalorización no se encuentra predeterminado, la probabilidad de que ocurran retiros generalizados podría reducirse, ya que nuevamente la ventaja del primer inversionista se acotaría<sup>11/</sup>.

Desde una perspectiva de estabilidad financiera, la ventaja principal de la nueva normativa es reducir la probabilidad de movimientos abruptos de portafolio. En esta línea, el FMI (2010) propuso avanzar hacia esquemas de valorización a precio de mercado a fin de reducir la probabilidad de tales eventos. Por ende, si bien el cambio normativo implementado por la SVS se aproxima a esa recomendación, en el futuro se debería continuar avanzando hacia un esquema de valorización a precios de mercado.

### Gráfico III.10

Impacto en patrimonio de revalorización en FM-1 (\*)  
(índice base t-9 antes de la revalorización=100)



(\*) Línea segmentada corresponde al día del anuncio de las revalorizaciones.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

<sup>9/</sup> Los FM-1 son aquellos fondos que invierten en instrumentos de deuda de corto plazo y cuya duración promedio no puede superar los 90 días.

<sup>10/</sup> Circular 1.579 de la SVS, del 17 de enero de 2002.

<sup>11/</sup> Si los FM-1 se valorizan a precio de mercado, la probabilidad de corridas del tipo estratégico es igual a cero.

2. Reducción de asimetrías de información. El establecimiento de una regla de valorización mitiga las potenciales ventajas de agentes informados en relación a aquellos no informados<sup>12/</sup>. Por ejemplo, bajo el antiguo régimen, era posible observar diferencias de valorización entre VC y VM, que se reflejan en rentabilidades promedio de hasta 0,5% en los procesos de revalorización, las cuales, eventualmente, podrían ser arbitradas por los clientes informados en desmedro de inversionistas con un perfil más pasivo (clientes no informados) (tabla III.1).

**Tabla III.1**

Eventos de revalorización de FM-1

	<b>Diferencial de tasas implícito (1)</b>	<b>Administradoras que revalorizaron (2)</b>	<b>Rentabilidad promedio (3)</b>
	(puntos base)	(porcentaje)	(porcentaje)
Sep.08	-195	100	-0,50
Feb.09	220	84	0,56
Jul.10	-80	68	-0,20

(1) Diferencia estimada entre la tasa promedio de compra y la tasa promedio de mercado de los instrumentos en cartera, previo al evento de la revalorización. Se asume duración cercana a 90 días.

(2) Número de administradoras que revalorizaron sobre el total de administradoras.

(3) Rentabilidad promedio ponderada de la cuota de los FM-1 el día de la revalorización.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

3. Internalización de riesgos. La nueva norma apunta a que los agentes internalicen el riesgo implícito de los activos que componen la cartera de los FM-1. Esto, porque bajo la antigua norma, la volatilidad de la rentabilidad de los FM-1 era artificialmente baja en tiempos normales.

Un posible efecto de la transición normativa en Chile podría ser una mayor volatilidad de la rentabilidad de los FM-1, reduciendo el atractivo de estos instrumentos para aquellos clientes que los usan para rentabilizar excedentes temporales de liquidez. En este escenario, el patrimonio administrado por la industria podría disminuir. Sin embargo, la evidencia internacional sobre la implementación de esquemas de valorización a precios de mercado —que podrían implicar aún mayor volatilidad que la normativa propuesta— sugiere que el impacto en los fondos administrados sería bajo<sup>13/</sup>. En contraposición, las administradoras también podrían reducir el plazo promedio de su cartera, y así disminuir su sensibilidad a cambios en las condiciones de mercado.

<sup>12/</sup> La literatura en esta área provee evidencia para EE.UU. de transferencias de agentes no informados a informados (Lyon, 1984).

<sup>13/</sup> Tal fue el caso de Brasil (2002), España (2008) y Francia (2008).