



Bogotá D.C., 06 de abril de 2022

Señores
Superintendencia Financiera de Colombia
Att.: **Dr. José Antonio Giraldo Sierra**
Director de Emisores
Carrera 8ª. N° 6C - 38
Bogotá, D.C.

sfc Superintendencia Financiera de Colombia
Radicación 2022073619-000-000
Trámite: 116-CONSULTAS ESPECÍFICAS cha: 08/04/2022 03:38 PM Sec. Dia: 2804
Tipo Doc: 50-SOLICITUD PRESENTACION Anexos: No Entrada
Aplica A: 9999-999999 TODAS LAS ENTIDADES Encadenado: NO
Remitente: 880078311-2 ASOMUTUOS Solicitud: 2022
Destinatario: 440000 DELEGATURA PARA EMI Teléfono: 584 02 00
Carro: Carro 13 Ent: 9 Caja: 4 Pos: 8480 27/05/2022

Ref: Sin radicación anterior.

ASOMUTUOS

**116 – Solicitud específica - CE 006 de 2021, preocupación en la
Valorización de Fondos Inmobiliarios en los Fondos Mutuos de
Inversión.
Sin Anexos**

Respetado Doctor Giraldo: Reciba un cordial saludo de la Asociación Nacional de Fondos Mutuos de Inversión "**Asomutuos**".

Primero agradecemos habernos atendido el pasado 20 de diciembre de 2021, como resultado de dicha reunión y cumpliendo el compromiso adquirido nos permitimos informar la preocupación por los efectos adversos que ha tenido la implementación de la Circular Externa 006 de 2021 en los portafolios de inversión, no sin antes dar conocer antecedentes, impactos, consecuencias y la propuesta de nuestro Gremio.

I. ANTECEDENTES:

Con el fin de fomentar el desarrollo del mercado de participaciones inmobiliarias, la Bolsa de Valores de Colombia venía impulsando, desde hace varios meses, la migración de la negociación de los títulos de participación de la rueda de renta fija a la rueda de renta variable. No obstante, debido a la coyuntura generada por la pandemia, la afectación al sector inmobiliario, las múltiples mesas de trabajo y comunicaciones manifestando la inconveniencia de esta migración, la BVC emitió el Boletín Normativo 011 el pasado 24 de marzo de 2021, donde decide "suspender de manera indefinida el proceso de migración" dado que, "se hace necesario contar con algunas modificaciones regulatorias que permitan definir los roles de los intermediarios, los administradores y proveedores de infraestructura para lograr que la migración se realice de manera adecuada, segura y eficiente".

De otra parte, el 29 de marzo, la Superintendencia Financiera de Colombia emitió la Circular Externa 006 de 2021, en la cual, entre otros aspectos, modifica el subnumeral 1.1 del Capítulo XI de la Circular Básica Contable y Financiera, respecto de la metodología de valoración para nuevas emisiones de participaciones en los fondos de inversión colectiva cerrados inscritos en el RNVE, que entró en vigor el pasado 1 de junio.

Dichos instrumentos son generalmente inversiones de largo plazo, cerrados, por su naturaleza se han tenido en los portafolios de los FMI para dar estabilidad en las inversiones y por el contrario lo que están generando es un ruido y volatilidad, que tiene a muchos generando pérdidas, imposibles de gestionar impactado los resultados de nuestros FMI.

II. IMPACTOS

1) Afectación del valor de la unidad, generando volatilidad sobre los estados financieros de los FMI en un contexto de incertidumbre en el mercado

En junio del 2021 el país aún enfrentaba diferentes situaciones que estaban causando un impacto negativo en los mercados financieros locales: el tercer pico de la pandemia, la pérdida del grado de inversión por parte de Fitch Ratings y Standard & Poor's, solo por mencionar algunos porque la afectación va a otros instrumentos más y el Paro Nacional con bloqueos en las vías y protestas sociales en distintas regiones del país. En ese momento, los mercados estaban experimentando elevadas volatilidades debido a la incertidumbre reinante y, en consecuencia, se trasladó esa percepción de riesgo a la cotización de los distintos activos financieros locales como la renta fija, las acciones y el tipo de cambio.

En lo concerniente a los títulos participativos, desde el 30 de mayo 2021 a la fecha, se han presentado caídas en los Fondos Inmobiliarios más representativos del 45% E.A en el PEI y del 26% E.A en INMOVAL tal como se muestra a continuación:

		PEI	INMOVAL
cierre de mayo	mayo	10.686.308,20	28.367,146913
cierre de junio	Junio	8.898.042,00	24.428,582747
	Julio	9.214.026,31	23.967,588695
	Agosto	8.711.101,86	24.211,174105
	Septiembre	8.746.346,88	22.805,139965
	Octubre	8.668.787,00	23.470,892897
	Noviembre	7.633.611,24	23.381,690000
	Diciembre	7.827.356,92	23.869,900761
desvalorización		-41%	-26% E.A

2) Asimetría entre el valor de los activos subyacentes de los vehículos de participación y su precio de negociación

Ante esta coyuntura, los diferentes gestores de fondos inmobiliarios inscritos en el RNVE han presentado diferentes análisis a los inversionistas, evidenciando la resiliencia que han tenido en su mayoría los activos subyacentes que componen este tipo de vehículos. Como parte de su debida diligencia, los gestores han contratado evaluadores certificados que reconocen, no solo la situación actual, sino el potencial de generación de flujos de caja en el futuro, lo cual está incorporado en el valor de la unidad de estos fondos y que corresponde a la metodología establecida por esta Superintendencia para la valoración de tales activos.

Sin embargo, otra es la realidad que muestra la cotización de estos vehículos en el mercado secundario. Los precios actuales, no reflejan lo que indican los distintos gestores y evaluadores sobre la situación de los activos subyacentes. En un mercado con baja liquidez, operaciones de montos relativamente pequeños generan distorsiones entre los precios de mercado y el valor de la unidad calculado por el administrador. Esta situación potencialmente puede generar o incentivar arbitraje en el mercado.

3) Los filtros de marcación de precio no reflejan la realidad del activo

Los filtros o umbrales de marcación de precio para algunos de estos títulos de participación son muy bajos y causan excesiva volatilidad en las cotizaciones. Transacciones de \$30 millones o \$50 millones marcan precios al alza o a la baja en portafolios de más de un billón de pesos, lo que afecta drásticamente el comportamiento de los portafolios de inversión, en especial de aquellos FMI que invirtieron en estos vehículos, buscando tener una baja correlación con del mercado de valores.

Los proveedores de precios han establecido en su metodología de valoración que, cuando un título no alcanza a marcar precio, se toma el valor de la unidad provisto por el gestor del fondo de inversión. Entonces, adicional a la volatilidad del valor de mercado producido por el bajo monto de operaciones que marcan precios, se suma la volatilidad ocasionada por los saltos entre el valor de mercado y el valor de la unidad reportado por el gestor en aquellas jornadas en las que no se marcan precios, lo cual evidencia aún más las asimetrías entre el valor de mercado y el valor de la unidad del fondo.

4) Impactos de la metodología actual

A continuación, se muestran las negociaciones de ambos vehículos en el mercado secundario evidenciando lo relatado en el numeral anterior respecto a los filtros de marcación de precio y cómo pequeñas cantidades de negociación pueden tener la afectación mostrada en este numeral:

FONDO PEI		
Fecha	Monto Negociación	% Variación diaria precio
04-jun-21	374,047,329	-10.42%
05-ago-21	622,614,431	-12.26%
23-ago-21	136,321,687	-12.39%

FONDO INMOVAL		
Fecha	Monto Negociación	% Variación diaria precio
02-jun-21	66,979,186	-12.86%
11-jun-21	264,981,665	-3.63%
23-jun-21	187,983,521	-10.40%
07-jul-21	67,617,975	-5.92%
22-jul-21	760,718,659	-9.24%
02-ago-21	240,713,235	-4.95%
19-ago-21	471,000,000	-9.86%

FUENTE: MasterTrader, BVC

En estas tablas se observa que los bajos montos de negociación tienen un impacto material en la valoración de los portafolios de los inversionistas. Por ejemplo, en el Fondo Inmoval, el 2 de junio una operación de \$67 millones redujo en cerca de un 13% el valor de un portafolio.

III. CONSECUENCIAS

Adicional a los impactos mencionados, la industria considera que esta problemática podría afectar el desarrollo del mercado de los títulos participativos inscritos en el RNVE:

1) Puede afectar el crecimiento de los fondos que emiten títulos participativos

La realidad actual podría tener un impacto en el levantamiento de capital de los fondos listados en el RNVE. Cuando los gestores de estos fondos decidan buscar nuevos inversionistas, podrían encontrarse con que estos prefieren invertir directamente a través del mercado secundario y no en la emisión primaria, debido a que el precio de mercado se encuentra por debajo del valor de la unidad. La valoración que hagan los gestores de estos fondos durante una emisión primaria no sería considerada por los inversionistas, pues el incentivo está en comprar en el mercado secundario, dejando en la práctica desierta la participación primaria. Esto iría en contravía de las observaciones de la Misión del Mercado de Capitales y otras iniciativas del mercado, que buscan generar mayor dinamismo y acceso a los diferentes mercados de activos financieros en Colombia.

2) Desincentivo para inversionistas institucionales de largo plazo

La volatilidad en el estado de resultados y la distorsión en los precios de mercado frente al valor real de los activos subyacentes no hacen atractivo aumentar las exposiciones, sino más bien ir cerrando las posiciones activas de manera paulatina.

A pesar de que las cotizaciones actuales, entre el (70% - 80%) del valor de la unidad, muestran oportunidades de inversión, los altos riesgos a los que se exponen los portafolios al adquirir estos productos, no compensan la rentabilidad esperada, por lo cual, se ha evidenciado una disminución considerable en el apetito de inversión, lo que podría generar la erosión de este mercado.

3) Impacto en la liquidez del instrumento

Dadas las participaciones que los inversionistas institucionales, tienen en el tipo de vehículos que regula la Circular 006, encontramos que puede existir un desincentivo a realizar transacciones en el mercado, ya que, dada la profundidad de este y los umbrales de marcación de precios actuales, esas operaciones marcarían precio e impactarían la posición remanente en los balances de los inversionistas.

IV. PROPUESTA

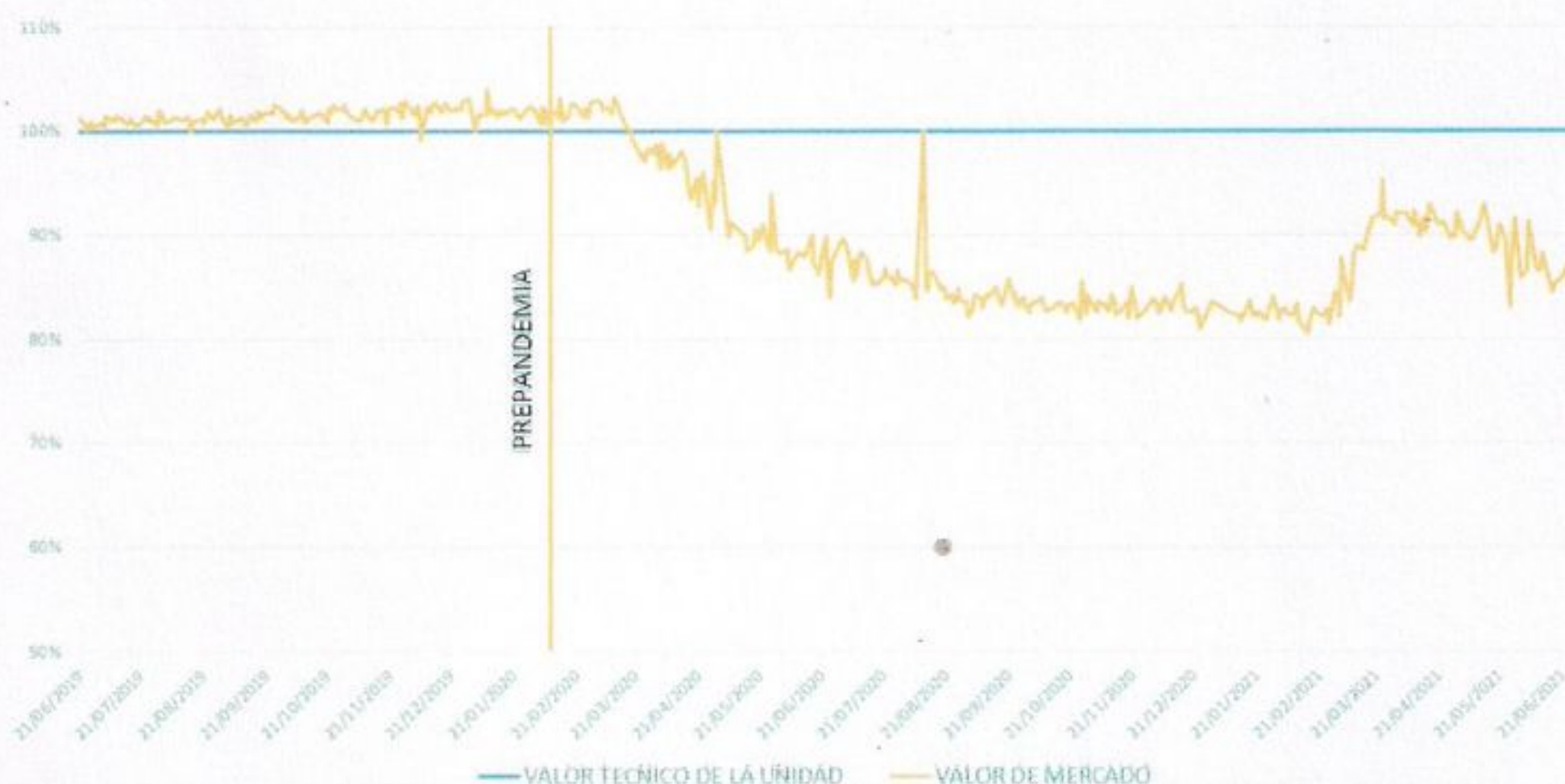
Asomutuos apoya y está de acuerdo con las políticas que buscan desarrollar el mercado de capitales y proveen a todos los inversionistas mecanismos que aseguren, tanto la libre concurrencia, como una adecuada formación de precios que refleje la realidad de los activos en el mercado. En ese sentido, proponemos lo siguiente:

- **Clasificar estas inversiones como permanentes o de largo plazo**

Es importante tener en cuenta que, al ser una inversión que no se hace en un producto líquido, el tipo de inversión será a mediano y largo plazo, puesto que este tipo de activos, no se venden con la misma rapidez que los bonos o las acciones.

Además de lo anterior, los FMI tenemos este tipo de inversión por que se ha caracterizado históricamente por ser un activo que genera altos rendimientos con una baja volatilidad y no está correlacionado con el mercado de valores.

¿Cuál es el Objetivo?



Esta es una simulación de como valoraba pre pandemia este activo financiero vs en pandemia, y así sigue en la actualidad. En pandemia la percepción de riesgo sobre todos los activos financieros fue muy evidente y especialmente se agudizó en las inversiones inmobiliarias donde los flujos de caja de estos vehículos de inversión se vieron afectados por el cese de pagos de los contratos de arrendamientos en algunos sectores económicos y por la desvalorización de los inmuebles por efecto de las inflaciones negativas.

La medida tomada por la Superfinanciera en la circular 006 del 2021 es muy sana y necesaria para reflejar el valor justo de un activo a precios de mercado, para que los valores de unidad reflejen el valor real de lo que tienen los afiliados. Pero consideramos que la metodología no es la adecuada porque está generando grandes volatilidades en los valores de unidad en los FMI; ya que las pequeñas ventas de algunos inversionistas están marcando precio y por ende definiendo el valor con el que se valora.

De acuerdo con lo anterior, el objetivo de esta propuesta es que la valoración se realice bajo la metodología anterior, con el valor de unidad del administrador del Fondo inmobiliario; y luego cuando se venda después de los tres años (inversión permanente o de largo plazo), la utilidad o pérdida se cruce con una reserva que se constituye desde el inicio.

¿Cómo sería la metodología?

Supongamos que vamos hacer el ajuste al 30 **de Abril**.

- 1- Valor de la unidad a precio de mercado suministrado por PRECIA o PIP al 31 de Marzo
- 2- Valor de la unidad con el precio del administrador del Fondo Inmobiliario al 31 de Marzo
- 3- La resta de 2 – 1, nos va generar una utilidad, que en otras palabras es la actualización del activo a precios de hoy. Esa diferencia se lleva al patrimonio como (reserva para estabilización de rendimientos) y solo podrá ser utilizada cuando se materialice la venta o cuando las condiciones del título lo ameriten.

Dando cumplimiento a la normatividad actual sobre el manejo de reservas, éstas se reflejarán en el formato 120 tanto en pesos como en unidades de tal forma que no afecta el valor de la unidad en el mes de su causación

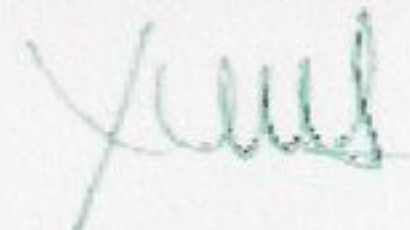
- 4- Seguimos desde febrero valorando cada mes con el valor de la unidad del administrador del Fondo inmobiliario.
- 5- Después del año 3 podemos vender el título según la clasificación y a la espera de que la percepción de riesgo y la liquidez para este activo financiero mejore.
- 6- En la venta del título, la utilidad o pérdida se lleva contra el estado de resultados
- 7- La reserva se baja y la contrapartida se lleva al estado de resultados.

Miremos la dinámica contable

29 de febrero	RESERVA	Activo	Patrimonio	
		debito al titulo	crédito	
29 de febrero	VALORACIÓN	Activo	Patrimonio	Estado Resultados
		debito al titulo		cuenta valoración de inversiones
		crédito al titulo		
30 de marzo	VALORACIÓN	Activo	Patrimonio	Estado Resultados
		debito al titulo		cuenta valoración de inversiones
		crédito al titulo		
30 de abril	VALORACIÓN	Activo	Patrimonio	Estado Resultados
		debito al titulo		cuenta valoración de inversiones
		crédito al titulo		
	VALORACIÓN	Activo	Patrimonio	Estado Resultados
		debito al titulo		cuenta valoración de inversiones
		crédito al titulo		
3 años después	VENTA	Activo	Patrimonio	Estado Resultados
		credito al titulo		Valor de venta - Valor del titulo
	UTILIZACION RESERVA		debito	Crédito (ajuste en venta de título inmobiliario)
Estamos asumiendo que la plata entra a bancos				

Agradecemos anticipadamente su atención al presente y esperamos una pronta respuesta de cara a disminuir el ruido por valoración de estos activos financieros en los FMI y darle espera al activo de una recuperación en el valor de mercado y que se correlacione con el verdadero valor del activo financiero.

De ustedes, respetuosamente,



Ximena Correa Agudelo
Directora Ejecutiva
Asomutuos