



Regulador y Supervisor Financiero de Chile

Valorización de Fondos de Inversión

Nicolás Álvarez Hernández

Comisión para el Mercado Financiero

Enero 2026

Agenda

- 1. Discusión internacional**
- 2. Evolución de la industria en Chile**
- 3. Valorización, frecuencia, volatilidad y estacionalidad**
- 4. Reflexiones finales**

Discusión internacional

La temática de valorización de los activos privados ha estado en el centro del debate internacional en los últimos años

- El problema central de la valoración de activos alternativos es que el "precio" es a menudo una estimación en lugar de una observación.
- Los *managers* deben transformar información dispersa (transacciones infrecuentes, contratos a medida y activos heterogéneos) en estimaciones de NAV, en métricas de performance, con implicancias en suscripciones/rescates (fondos abiertos o semilíquidos) y, en ocasiones, en el cálculo de comisiones.
- Los supervisores han destacado la gobernanza de la valoración y los conflictos de intereses a medida que los mercados privados crecen, y la exposición de los inversionistas *retail* se expande (**FCA 2025**).
- Esto se da en un contexto en que existe un interés global por las prácticas de valoración en los mercados privados: 1) **IOSCO 2023** → riesgos emergentes en las finanzas privadas, destacando una relativa falta de transparencia y coherencia en los enfoques de valoración; 2) **FSR BoE 2024** → posibilidad de vulnerabilidades en *private equity* derivadas de valoraciones opacas; 3) **IOSCO 2025** emitió un *consultation report* sobre valorización de fondos.

Los activos privados son difíciles de valorar y se transan con poca frecuencia, lo que acarrea una serie de implicancias

- 1. La calidad reportada del portafolio:** diversificación y medidas de riesgo pueden estar sistemáticamente sobrestimadas. Si los inversionistas confían mecánicamente en series de retornos basados en NAV, ante caídas en precios de activos públicos → 1) sobreexposición a activos alternativos por valorizaciones desfasadas; 2) incentivos a correr (*first mover advantage*) (**IOSCO 2023**).
- 2. El suavizamiento de los retornos** (*return smoothing*) sesga mecánicamente a la baja las estimaciones de volatilidad y correlación, y puede inflar los *Sharpe ratios* y medidas relacionadas → falsa diversificación (**Getmansky et al (2004)**) y problemas en optimización de portafolio.
- 3. La administración de liquidez** para fondos abiertos y semi líquidos: coherencia entre la liquidez de los activos y la liquidez ofrecida a los aportantes (**IOSCO 2025**) → sistemas de valorización apropiados, ad-hoc, haircuts documentados, gobernanza, y no confiar en "*slow-moving NAV*".

Evolución de la industria en Chile

Industria ha aumentado en número de fondos casi 10 veces y ha cuádruplicado sus activos bajo administración desde 2011. Gran parte de este crecimiento se explica por fondos con subyacente alternativo

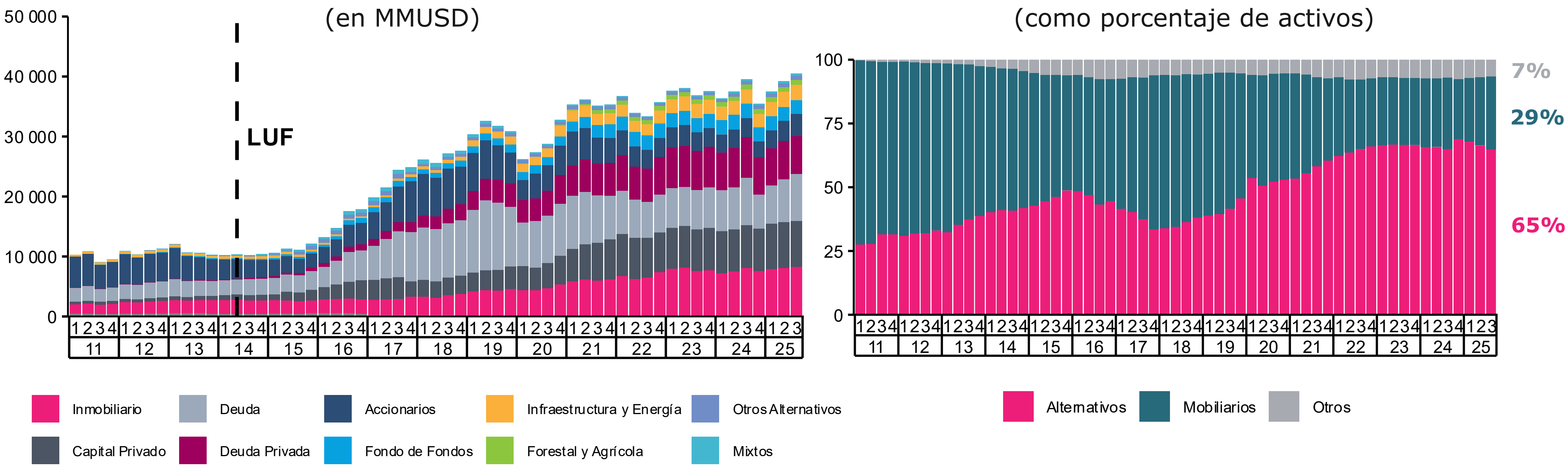
AuM y Número de Fondos de Inversión (1)(2)
(número y MMUSD; a Q3.2025)

Clasificación	Número de fondos			AuM		
	2011.I	2025.III	Var. %	2011.I	2025.III	Var. %
Inmobiliario	27	209	674	1.514	8.174	440
Capital Privado	12	183	1.425	493	7.651	1.451
Deuda	11	67	509	2.251	7.890	251
Deuda Privada	1	220	21.900	36	6.298	17.194
Accionarios	22	61	177	5.218	3.728	-29
Fondo de Fondos	1	58	5.700	17	2.296	13.346
Infraestructura y Energía	4	47	1.075	310	2.555	724
Forestal y Agrícola		6			838	
Otros Alternativos		28			692	
Mixtos		12			382	
Otros Mobiliarios	1			455		
Sin categoría	1			36		
Total	80	891	1.014	10.331	40.502	292

(1) Clasificaciones ACAFI.
 (2) Tipo de cambio usado corresponde al último día de cada trimestre.
Fuente: CMF, BCCH y ACAFI.

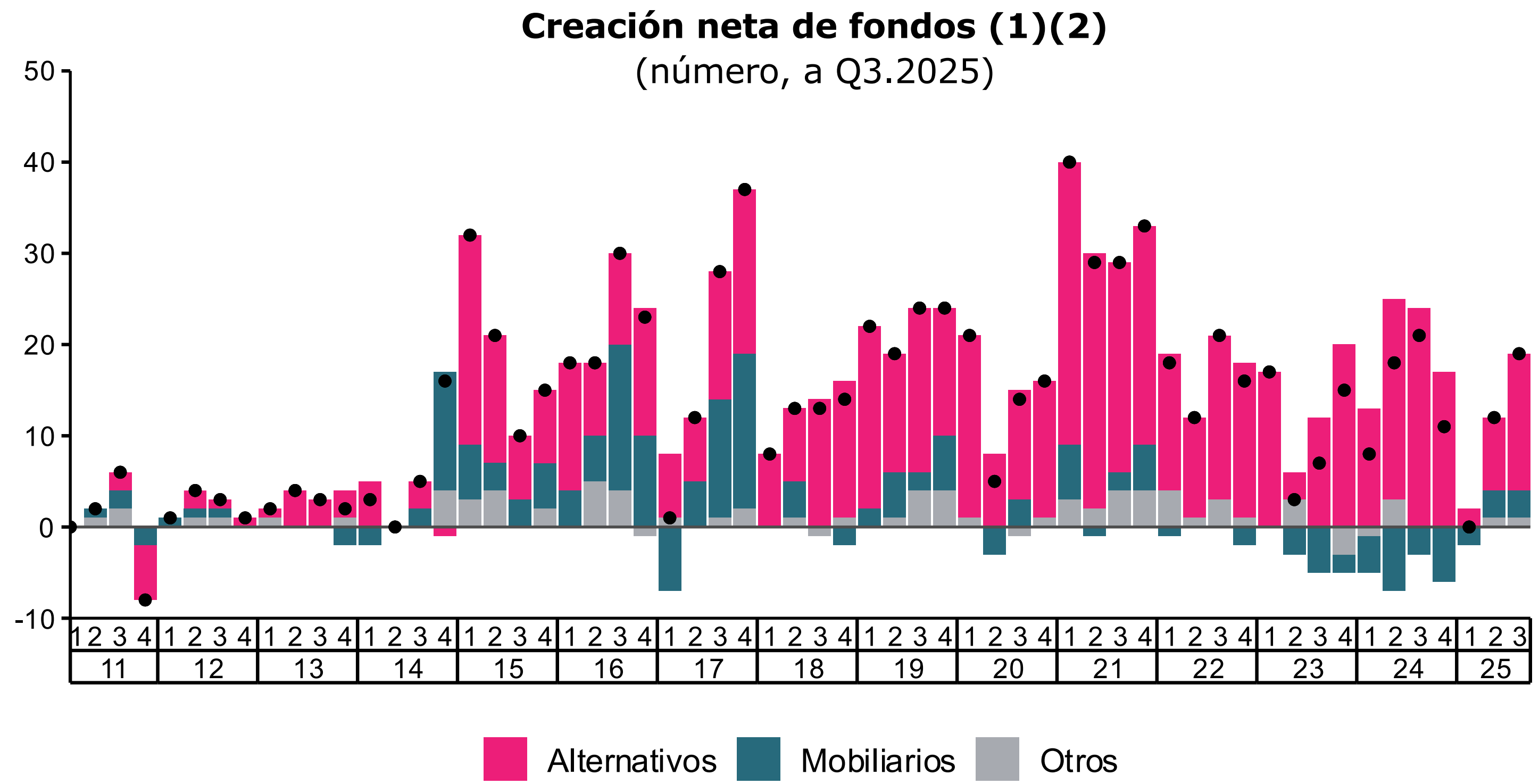
Fondos en activos alternativos han desplazado a fondos mobiliarios como aquellos con más activos bajo administración, abarcando actualmente un 65% de la industria.

AuM de Fondos de Inversión por familia (1)(2)(3) (a Q3.2025)



(1) Clasificaciones ACAFI.
 (2) Tipo de cambio usado corresponde al último día de cada trimestre.
 (3) Línea punteada representa entrada en vigor de la LUF.
Fuente: CMF, BCCH y ACAFI.

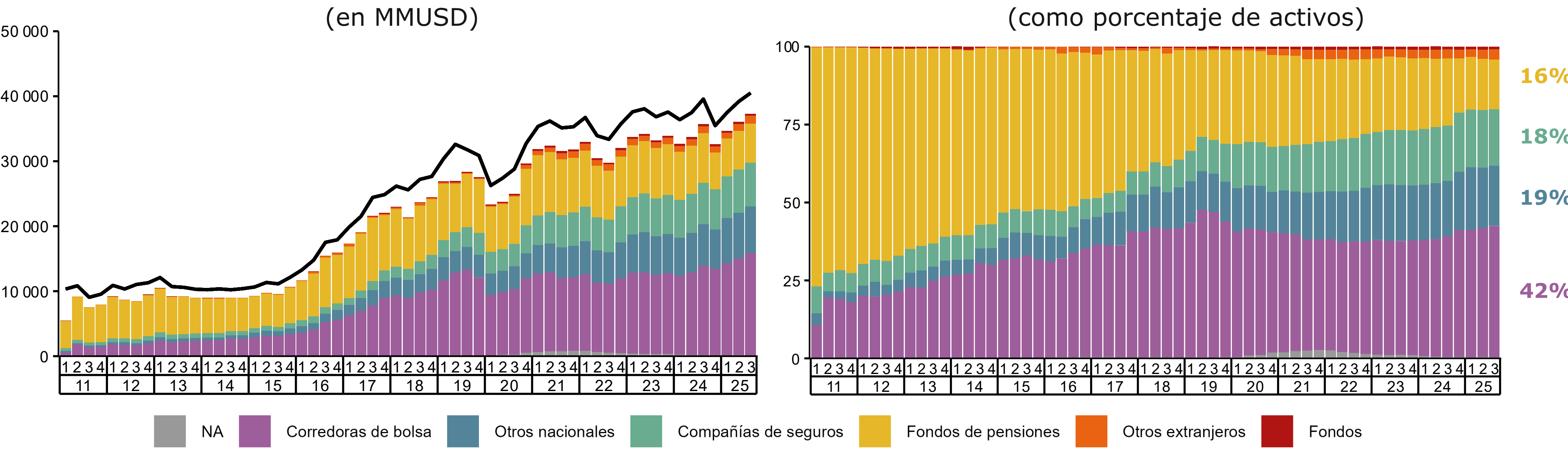
Durante el período se observa una creación neta sostenida de fondos de inversión, impulsada principalmente por los fondos alternativos



(1) Clasificaciones ACAFI.
 (2) Barras corresponden al neto según tipo. Puntos corresponden al neto del período a nivel industria.
Fuente: CMF, BCCH y ACAFI.

En relación a los aportantes de la industria, existe rol preponderante de las corredoras de bolsa, que usualmente incluyen inversionistas *retail* (a través de cuentas *ómnibus*)

AuM de Fondos de Inversión por aportante (1)(2)(3) (a Q3.2025)



(1) Tipo de cambio usado corresponde al último día de cada trimestre.
 (2) Línea corresponde a los AuM totales de la industria.
 (3) Se ocupa registro de los mayores 12 aportantes, los que representan en promedio un 87% de todas las inversiones realizadas. NA corresponde a sin clasificar.
Fuente: CMF y BCCH.

The figure consists of two side-by-side stacked bar charts, labeled 'Alternativos' and 'Mobiliarios'. Both charts share a common Y-axis representing monetary values, ranging from -4,000 to 3,000 in increments of 1,000. The X-axis represents time in quarters, grouped by years from 2011 to 2025. Each bar is composed of several segments representing different equity components: Aportes (dark blue), Cambios contables (light blue), Otros movimientos (pink), Resultados integrales (purple), Retiros por dividendos (magenta), Retiros de patrimonio (orange), and Resultado del ejercicio (grey). Black dots are placed on top of each bar, likely indicating the total equity value for that quarter. The 'Alternativos' chart shows a significant negative spike in 2017, while the 'Mobiliarios' chart shows a very large negative spike in 2020.

(3) Alternativos: Inmobiliarios, Capital y Deuda privada, Forestal y Agrícola, Infraestructura y Energía, Otros alternativos. Mobiliarios: Accionarios y Deuda.

Fuente: CMF, BCCH y ACAFI.

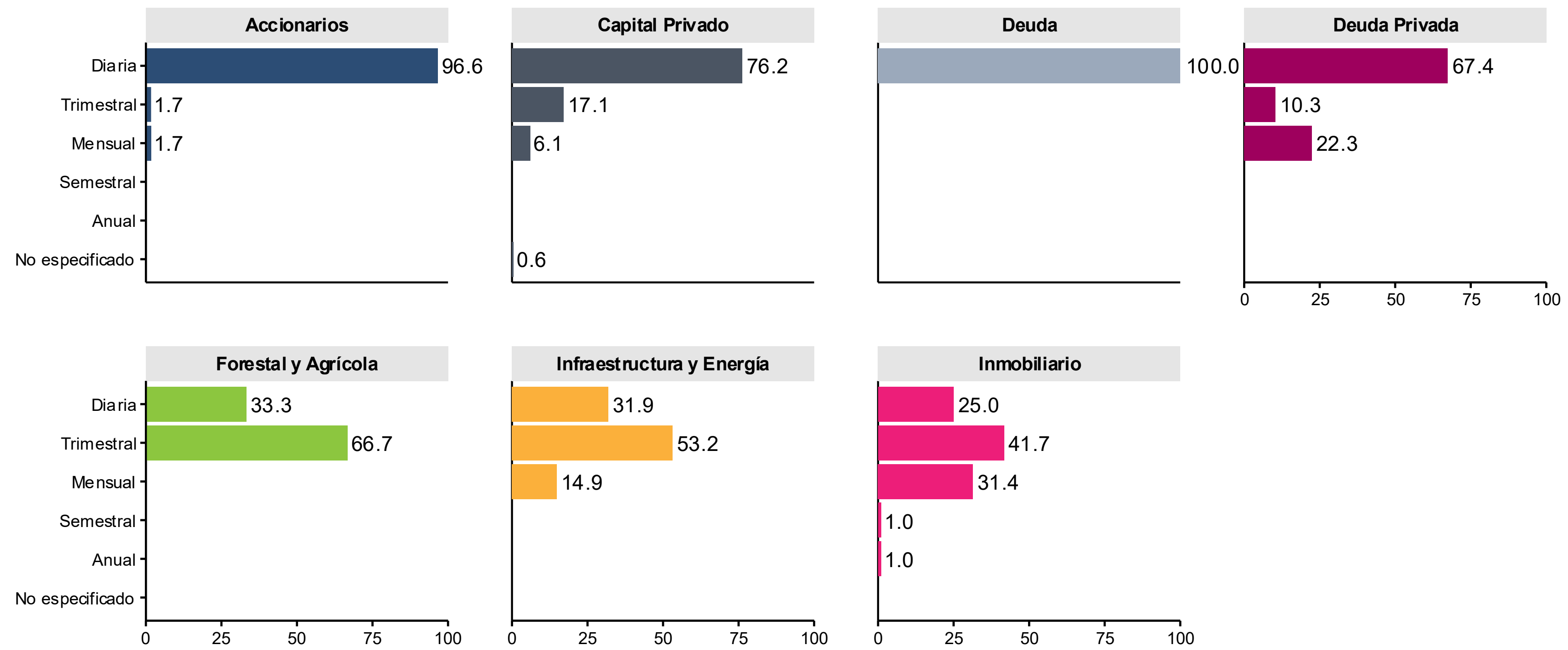
[illegible]

(3) Alternativos: Inmobiliarios, Capital y Deuda privada, Forestal y Agrícola, Infraestructura y Energía, Otros alternativos. Mobiliarios: Accionarios y Deuda.

Valorización, frecuencia, volatilidad y estacionalidad

Gran parte de fondos indican en sus reglamentos internos que el patrimonio se valoriza con una frecuencia diaria

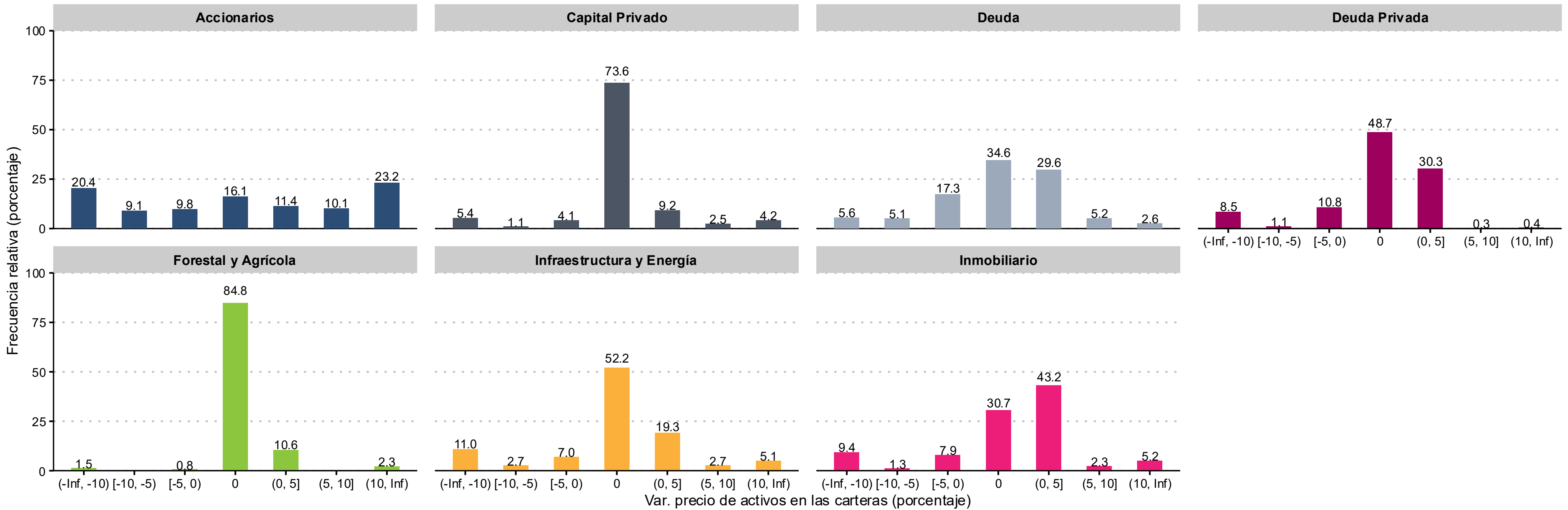
Frecuencia de valorización del patrimonio (1)(2)
(porcentaje, de acuerdo a número de reglamentos internos a ene.26)



(1) Clasificaciones ACAFI.
 (2) A partir de lectura de los reglamentos internos de 891 fondos de inversión vigentes a la fecha.
Fuente: CMF y ACAFI.

Sin embargo, al analizar el cambio de precio efectivo de los activos reportados en las carteras, se observa que no siempre el resultado conversa con una valorización diaria del patrimonio

Cambios en la valorización de instrumentos en cartera (1)(2)
(porcentaje, variación con respecto al trimestre anterior, a Q3.2025)

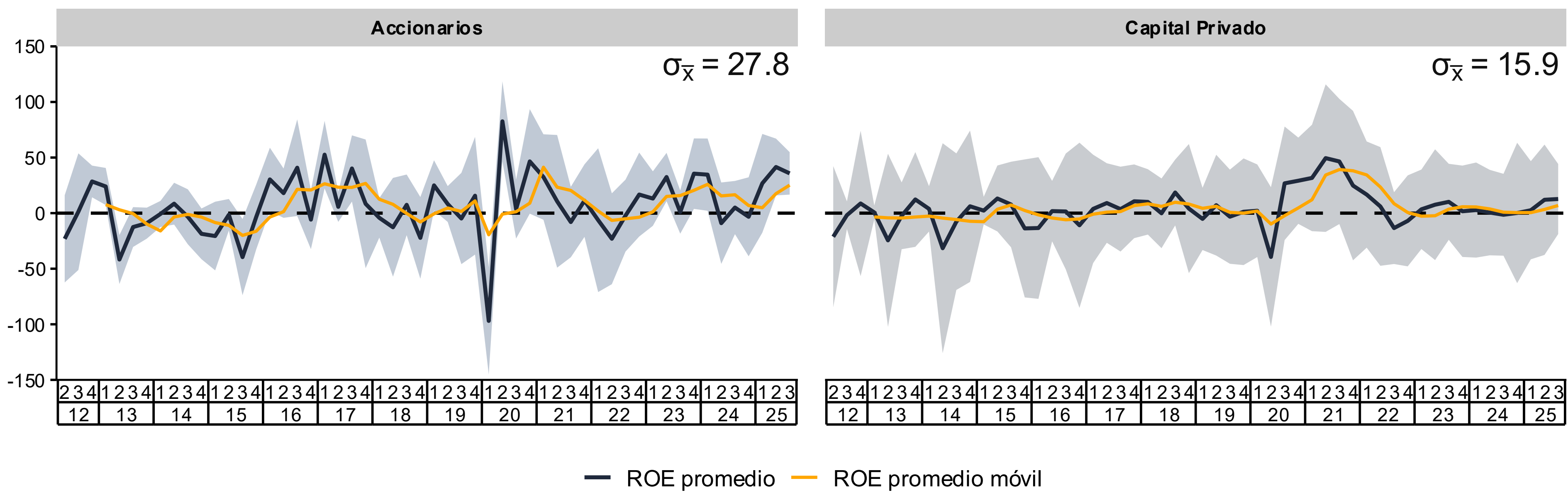


(1) Clasificaciones ACAFI.
(2) Se estima la variación porcentual del precio de los instrumentos de la cartera.
Fuente: CMF y ACAFI.

Consistente con la evidencia internacional, la volatilidad del ROE de los fondos de capital privado es cerca de la mitad a la de su par de acciones públicas...

ROE (1)(2)

(porcentaje del patrimonio, anualizado, a Q3.2025)



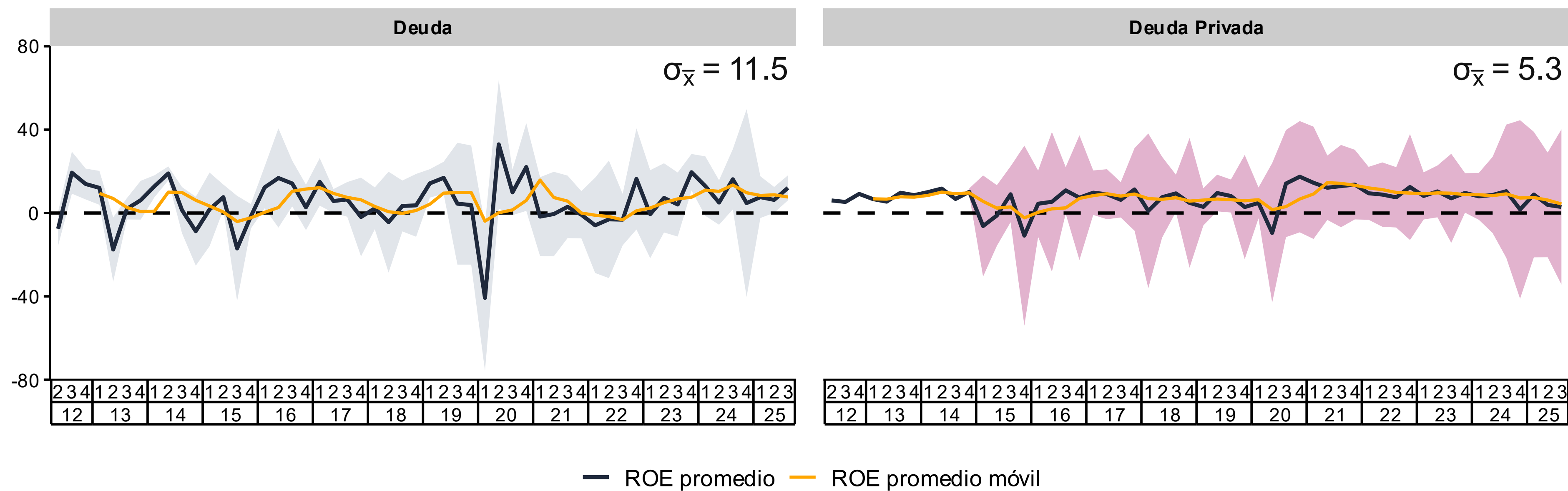
(1) ROE calculado como el resultado del ejercicio del trimestre sobre el patrimonio del trimestre anterior.
 (2) Promedio ponderado por patrimonio. Bandas corresponden a promedio más/menos una desviación estándar. Promedio móvil corresponde a promedio de 4 trimestres.

Fuente: CMF y ACAFI.

... situación similar a lo observado en fondos de deuda

ROE (1)(2)

(porcentaje del patrimonio, anualizado, a Q3.2025)



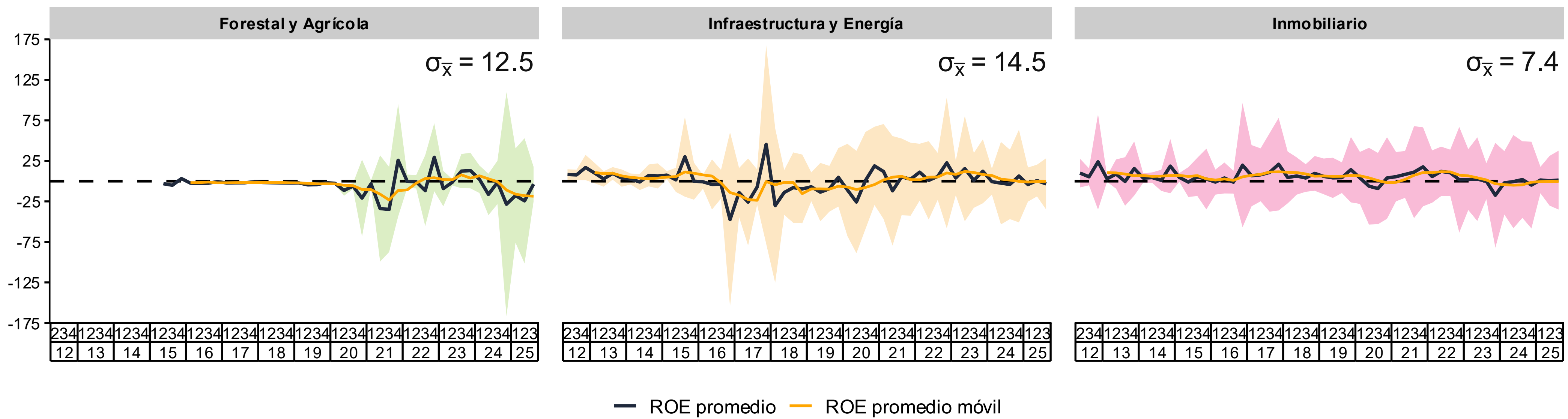
(1) ROE calculado como el resultado del ejercicio del trimestre sobre el patrimonio del trimestre anterior.
(2) Promedio ponderado por patrimonio. Bandas corresponden a promedio más/menos una desviación estándar. Promedio móvil corresponde a promedio de 4 trimestres.

Fuente: CMF y ACAFI.

En cuanto a otras familias, resalta la baja volatilidad que experimenta la familia de fondos inmobiliarios

ROE (1)(2)

(porcentaje del patrimonio, anualizado, a Q3.2025)

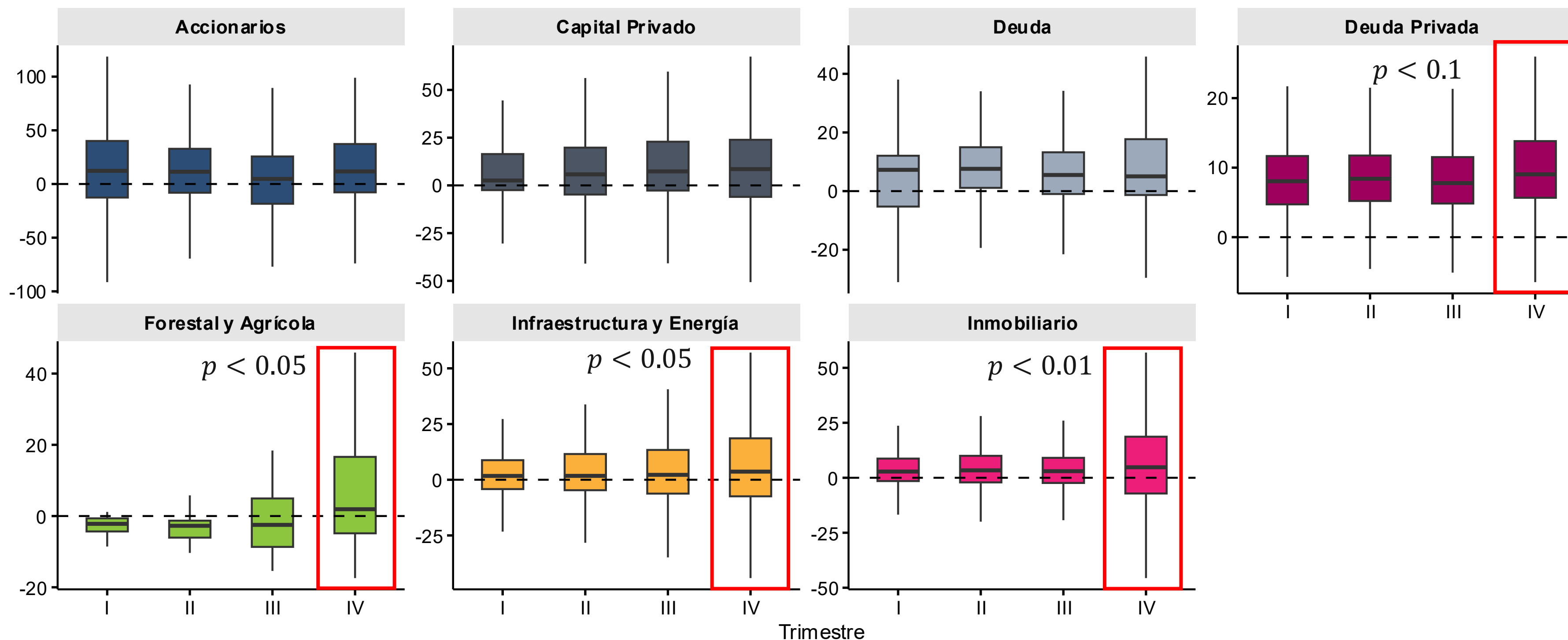


(1) ROE calculado como el resultado del ejercicio del trimestre sobre el patrimonio del trimestre anterior.
 (2) Promedio ponderado por patrimonio. Bandas corresponden a promedio más/menos una desviación estándar. Promedio móvil corresponde a promedio de 4 trimestres.

Fuente: CMF y ACAFI.

Por otro lado, se destaca la mayor dispersión del ROE en el cuarto trimestre, en el caso de algunas familias de fondos

Distribución del ROE por trimestre (1)(2) (porcentaje del patrimonio, anualizado, a Q3.2025)



(1) Categorías excluidas por haber pocas observaciones: Otros Alternativos y Otros Mobiliarios.

(2) Se destacan trimestres con evidencia estadísticamente significativa en el aumento de la dispersión del ROE al 10%: $\sigma_t = \alpha + \beta \mathbf{1}\{Q4\}_t + u_t$

Fuente: CMF y ACAFI.

Reflexiones finales

La valoración de activos alternativos es tanto un problema institucional y de gobernanza, como un problema de estimación

1. En deuda privada, *private equity* y activos inmobiliarios, la limitada observación de precios y la incertidumbre de los modelos, interactúan con los incentivos para producir NAVs obsoletos y suavizamiento de datos, lo que puede distorsionar materialmente la medición de riesgos, la inferencia de rendimiento y la construcción de carteras.
2. Los reguladores alrededor del mundo han respondido haciendo hincapié en prácticas de valoración robustas, gestión de conflictos de interés, y para el caso de fondos abiertos, evaluaciones de coherencia de liquidez y ejercicios de tensión.
3. En la medida que entre todos enfrentemos las distorsiones estructurales inherentes en la valorización de activos alternativos, esta clase de activos podrá cumplir su promesa de valor a largo plazo.
4. Iniciativas de autoregulación, como una guía de valorización que promueva las mejores prácticas, va en el camino correcto para llenar vacíos regulatorios que pudieran existir en ciertas jurisdicciones.

1. Altman, E. I., Brady, B., Resti, A., & Sironi, A. (2005). The link between default and recovery rates. *Journal of Business*.
2. Ang, A., Papanikolaou, D., & Westerfield, M. (2013). Portfolio choice with illiquid assets (NBER Working Paper No. 19436).
3. Boyer, B., et al. (2021). Discount rate risk in private equity: Evidence from secondary market transactions (NBER Working Paper No. 28691).
4. Brown, G. W., Gredil, O., & Kaplan, S. N. (2019). Do private equity funds manipulate reported returns? *Journal of Financial Economics*.
5. Bruche, M., & González-Aguado, C. (2010). Recovery rates, default probabilities, and the credit cycle. *Journal of Banking & Finance*.
6. Delfim, J.-C., & Hoesli, M. (2021). Robust desmoothed real estate returns. *Real Estate Economics*.
7. Edelstein, R. H., & Quan, D. C. (2006). How does appraisal smoothing bias real estate returns measurement? *Journal of Real Estate Finance and Economics*.
8. Ercan, E. Y., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2025). Interim valuations, predictability, and outcomes in private equity (NBER Working Paper No. 33637).
9. Getmansky, M., Lo, A. W., & Makarov, I. (2004). An econometric model of serial correlation and illiquidity in hedge fund returns. *Journal of Financial Economics*.
10. Geltner, D. M. (1993). Estimating market values from appraised values without assuming an efficient market. *Journal of Real Estate Research*.

- 11.Haque, S., et al. (2024). Private debt versus bank debt in corporate borrowing (FDIC Center for Financial Research Working Paper).
- 12.IOSCO. (2023). Thematic analysis: Emerging risks in private finance.
- 13.IOSCO. (2025). Guidance for open-ended funds for effective implementation of the recommendations for liquidity risk management.
- 14.Jang, Y. S., & Kim, J. (2025). Valuation discipline in private credit. SSRN working paper.
- 15.Mili, M., Sahut, J.-M., & Teulon, F. (2018). Modeling recovery rates of corporate defaulted bonds in developed and developing countries. Emerging Markets Review.
- 16.Nadauld, T. D., Sensoy, B. A., Vorkink, K., & Weisbach, M. S. (2016). The liquidity cost of private equity investments: Evidence from secondary market transactions (NBER Working Paper No. 22404).
- 17.Schnejdar, S., Woltering, R.-O., Heinrich, M., & Sebastian, S. (2022). Fund closure risks of open-end real estate funds. Journal of Real Estate Research.
- 18.UK Financial Conduct Authority (FCA). (2025). Private market valuation practices (multi-firm review).



Regulador y Supervisor Financiero de Chile

Valorización de Fondos de Inversión

Nicolás Álvarez Hernández

Comisión para el Mercado Financiero

Enero 2026