

VALORACIÓN DE INVERSIONES A PRECIOS JUSTOS DE MERCADO EN COLOMBIA

Área de investigación: Finanzas

José Zacarías Mayorga Sánchez

Universidad Libre
Colombia

josemayorga@usantotomas.edu.co, jmayorgs@yahoo.com

Luis Eduardo Suárez Balaguera

Universidad Libre
Colombia

esuarez54@hotmail.com, luisse.suarezb@unilibrebog.edu.co

XVIII
CONGRESO
INTERNACIONAL
DE
CONTADURÍA
ADMINISTRACIÓN
E
INFORMÁTICA



Octubre 2, 3 y 4 de 2013 ♦ Ciudad Universitaria ♦ México, D.F.



ANFECA
Asociación Nacional de Facultades y
Escuelas de Contaduría y Administración

VALORACIÓN DE INVERSIONES A PRECIOS JUSTOS DE MERCADO EN COLOMBIA

Resumen

Actualmente las instituciones financieras están vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia en su Circular Básica Contable y Financiera (C.E. 033 de 2002) capítulo I Clasificación, Valoración y Contabilización de Inversiones, que determina las metodologías de valoración aplicables para títulos y/o valores de deuda

El presente trabajo analiza los elementos esenciales de la valoración de inversiones en Colombia, para las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia (entidades vigiladas), las cuales están obligadas a valorar y contabilizar las inversiones en valores de deuda, valores participativos, inversiones en bienes inmuebles, inversiones en títulos valores y demás derechos de contenido económico que conforman los portafolios o carteras colectivas bajo su control, sean éstos propios o administrados a nombre de terceros, de conformidad con lo dispuesto en la presente norma.

En su desarrollo se analizaron las normas regulatorias que ha afectado los portafolios de inversión desde 1995 hasta la fecha en Colombia y como el país ha avanzado positivamente alcanzando estándares internacionales en esta materia, además se estudia la normatividad actual de valoración presentando los ejemplos necesarios para su comprensión, es así como también se desarrolla un comparativo entre la norma anterior de valoración de portafolios a precios de mercado y la vigente, al igual que los efectos de la implantación de la norma vigente de valoración en las entidades financieras permitiendo ver claramente la conformación de precios y el modo como la ponderación de las transacciones diarias de los títulos valores en el mercado constituyen índices necesarios para la valoración de los títulos valores que conforman los portafolios de las entidades financieras a precios justos siendo el pilar predominante en la normatividad actual.

La importancia de realizar esta investigación, se centra en el impacto que ha tenido la Circular Externa 033 del 02 de agosto de 2003 de la Superintendencia Bancaria, y posteriores modificaciones, en la valoración de inversiones de renta fija a precios de mercado, en los portafolios de inversionistas grandes, medianos y pequeños. De igual forma, determinar si el mercado de capitales después de la implementación de esta Circular, cuenta con mejores herramientas e información para la adopción de decisiones de inversión.

Para realizar este análisis se toman las inversiones de renta fija, debido a que este tipo de inversiones actualmente poseen la mayor participación en el mercado de capitales de Colombia y son las que presentan mayores problemas en la generación de indicadores de valoración.



En Colombia se han adelantado varios estudios sobre el tema cabe resaltar los trabajos realizados por Manuel Hernán Suárez Lara, de la Universidad Javeriana en el 2009 “Modelo para valoración de instrumentos de renta fija en entidades financieras” y el trabajo de Guillermo Topa, asesor oficina de estudios económicos “desarrollo de la valoración de inversiones a precios de mercado, que desarrollo el impacto sobre los estados financieros de las entidades Los estimativos que realizó la Superintendencia Bancaria.

Palabras clave. Precios justos de mercado, normas internacionales de Información financiera, convergencia, medición, valoración, valor del dinero a través del tiempo, valor actual, tasa interna de retorno.



VALORACIÓN DE INVERSIONES A PRECIOS JUSTOS DE MERCADO EN COLOMBIA

1. PROBLEMA OBJETO DE ESTUDIO

En Colombia desde inicios de la década de los noventa se han implementado reformas para el sector financiero, con el fin de crear las condiciones necesarias para un desarrollo eficiente del mercado financiero y de capitales, lo cual supuso un incremento del ahorro a nivel macro, un aumento de la inversión y crecimiento de la economía.

La reforma financiera de 1990, se enmarco dentro de un proceso global de liberalización de los mercados financieros y de capitales. La Ley 50 de 1990 y 100 de 1993 también introdujeron importantes cambios en el mercado laboral y fijaron las pautas para la creación de fondos de pensiones y de cesantías importantes agentes del mercado de capitales en cualquier economía¹. La resolución 200 de 1995 de la Superintendencia Bancaria, para el sector financiero y la resolución 096 de 1995 de la Superintendencia de Valores, para el sector bursátil ofrecieron las pautas para la valoración y contabilización de inversiones, buscando que su intermediación se realice en forma eficiente.

La circular externa 033 del 2002 de la Superintendencia Bancaria, para el sector financiero y en la resolución 550 del 2002 de la Superintendencia de Valores para el sector bursátil crearon un marco regulatorio sobre prácticas contables y de valoración de los portafolios de inversiones, siendo el propósito del mismo establecer normas únicas que consulten estándares internacionales, permitan que los estados financieros reflejen de mejor manera el precio de los distintos títulos transados en el mercado y permitan la identificación y manejo de los riesgos a los que están expuestos los portafolios de inversión.

En conjunto estas reformas han permitido un mejor desarrollo del mercado financiero, teniendo un gran impacto en la forma de administrar los portafolios de inversión, al crear entre otras cosas, una cultura del manejo del riesgo y conducir a que la responsabilidad de la valoración, prevención y evaluación recaiga sobre los administradores de los portafolios.

La renta fija en Colombia es la inversión de mayor participación en cuanto volumen de operaciones transadas en el mercado publico de valores en los últimos años; las inversiones de renta variable enmarcado en las acciones tienen menor participación en el mercado; por tal razón se tomo como objeto de estudio las inversiones de renta fija que se han visto afectadas con la normatividad de la valoración a precios justos de mercado.

La metodología para la valoración de las inversiones del sector financiero y bursátil, esta orientada a registrar los valores contables o históricos de las inversiones financieras sin

¹ Evolución de los sectores financieros, previsional y asegurador, 1990 – 1994, Superintendencia Bancaria



considerar su verdadero valor económico de mercado². Con lo cual la información que se registraba en los estados financieros era deficiente³.

Con la expedición de la circular externa No 033 de 2002, y sus posteriores modificaciones hasta la fecha (2013), se fija un marco moderno de valoración que refleja el verdadero valor de mercado de las inversiones, teniendo como pilares fundamentales: asignar la responsabilidad de la valoración y prevención de riesgos al administrador de los portafolios, motivar la cultura del manejo del riesgo de la administración de portafolios, elevar los estándares de transparencia de la información y mejorar la eficiencia del mercado financiero.

Al establecer mecanismos para la evaluación de riesgos de mercado, solvencia y jurídicos de las inversiones financieras que determinen su precio de mercado, es determinante saber cual es el impacto que han tenido estas normas dentro del mercado financiero colombiano y si han cumplido con las expectativas de las mismas al momento de su expedición.

Obedeciendo a la necesidad de contar con metodologías de valoración que dieran la mejor aproximación a lo que puede ser un precio de mercado para las inversiones. Las Superintendencia Bancaria y de Valores, hoy la Superfinanciera, diseñaron e implementaron las normas mencionadas anteriormente para tal fin. De igual forma, las agremiaciones del sector financiero y la academia han realizado algunas investigaciones al respecto, tendientes a demostrar el impacto económico de estas medidas. Aun así, no se tiene claridad si los agentes del mercado y los inversionistas cuentan con información adecuada para la toma de decisiones de inversión en la administración de sus portafolios, al igual que definir los elementos básicos para la valoración de inversiones de renta fija e identificar las variables de riesgo inherentes a la valoración de inversiones.

2. REFERENTES TEÓRICOS

A comienzos de la década de los años setenta, cuando fueron creadas las Corporaciones de Ahorro y Vivienda y el sistema Unidad de Poder Adquisitivo Constante - UPAC. Este sistema atrajo a muchos ahorradores individuales que muy seguramente, de no existir esta alternativa de inversión, habrían acudido al mercado de valores para invertir allí sus ahorros. Esto llevo a que en 1974, se buscará crear las condiciones para el funcionamiento eficiente y libre de los mercados financieros. Esta reforma no terminó sin embargo con las ventajas que ofrecía la financiación por endeudamiento con lo cual los precios de las acciones cayeron encareciéndolas aún más como fuente de financiación de capital.

En 1984, el Gobierno decidió integrar una comisión para el estudio de la reforma del sector financiero; a dicha comisión le confió la tarea de hacer una revisión exhaustiva de la actividad y preparar las normas para su reestructuración; todos estos intentos se ven plasmados en la década del 90 cuando el Gobierno expide la Resolución 2524 para los inversionistas institucionales y las entidades sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria donde se les indica valorar sus inversiones según el sistema de causación

² Resolución 2524, Superintendencia Bancaria, 1990

³ Valoración de Inversiones, Revista Superintendencia Bancaria No. 24, Marzo – Junio 1995



exponencial. El valor de las inversiones se registraba utilizando la TIR, generada en la adquisición de la inversión.

El sistema señalado por la resolución 2524 de 1990 de la Superintendencia Bancaria estableció una metodología encaminada a registrar los valores contables o históricos de las inversiones financieras, sin tener en cuenta que su valor económico depende de las condiciones del mercado, cuyas variaciones se reflejan en la tasa de interés que fluctúa permanentemente.

Con la expedición de las resoluciones 200 y 500 de 1995 de la Superintendencia Bancaria y 096 de 1995 de la Superintendencia de Valores, así como la expedición posterior de la Resolución 4444 de la Contaduría General de la Nación y la Circular Externa 019 de 1997 de la misma entidad se fijó un marco de valoración cuyo propósito es reflejar el verdadero valor de mercado de las inversiones; que con la CE No 100 de 1995 estableció las bases para la valoración de inversiones en Colombia.

En agosto de 2002 se expidió la Circular Externa 033 de la Superintendencia Bancaria y la Resolución 550 del 2002 de la Superintendencia de Valores para conformar un nuevo marco regulatorio sobre prácticas contables y de valoración de los portafolios de inversiones. Estas normas han sido implementadas desde la fecha de su expedición hasta febrero de 2013, fecha en la cual se expidió la última circular externa CE 266 que incluye modificaciones a la Circular 033. En el cuadro No 1, se presenta un breve resumen de las modificaciones que ha tenido la CE 100 de 1995 de valoración de inversiones desde su inicio hasta la fecha (2013).

Tabla No 1. Modificaciones a la circular externa 100 de 1.995, hasta mayo de 2013

NORMAS QUE REGULAN LA VALORACIÓN DE INVERSIONES A PRECIO JUSTO DE MERCADO EN COLOMBIA				
MODIFICACIONES A LA CIRCULAR EXTERNA 100 DE 1995				
Circular Básica Contable y Financiera				
SUPERINTENDENCIA BANCARIA DE COLOMBIA				
ORDEN	CIRCULAR No.	BOL ETIN	PARTE DE LA NORMA AFECTADA	COMENTARIOS
1	C.E. 106/95		Capítulo I (Modifica)	Modifica el numeral 4.1. Contabilización de Inversiones Negociables, con el fin de adecuar el tratamiento contable de acuerdo con lo dispuesto por el decreto 2336 de 1995.
3	C.E. 003/96	245	Capítulo I (Deroga)	Deroga el numeral 3.2. Control de representatividad de los valores establecidos para las inversiones de renta variable.
5	C.E. 006/96	246	Capítulo I (Modifica)	Modifica el numeral 4.1. Contabilización de las inversiones negociables, con el fin de extender el término para reflejar los ajustes correspondientes de las inversiones negociables de renta variable en acciones poseídas al 31 de marzo de 1995, en los estados financieros del mes de diciembre de 1995. Anexa páginas 11, 12, 13 y 14
15	C.E. 023/96	260	Capítulo I (Modifica)	Modifica el numeral 4.1. Contabilización de Inversiones Negociables. Anexa las páginas 12 y 12-1.



17	C.E. 029/96	262	Capítulo (Adiciona)	I	Adiciona numeral 3.2 Método general para la valoración de inversiones de renta variable para las SAFPC. Anexa las páginas 12, 12-1 y 12-2.
31	C.E. 055/96	279	Capítulo (Modifica)	I	Modifica los numerales 4.1. y 4.2.1. relacionados con la contabilización de las inversiones negociables y no negociables de renta variable. Anexa las páginas 12, 13, 14 y elimina las páginas 12-1 y 12-2.
43	C.E. 076/96	299	Capítulo (Modifica)	I	Modifica el numeral 1.3.2. con el propósito de reglamentar la clasificación de las inversiones en Títulos de Desarrollo Agropecuario. Anexa la página 2.
47	C.E. 082/96	302	Capítulo (Modifica)	I	Corrige error de la CE055/96, en la cual no se incluyó el numeral 4.1.1. Anexa páginas 12, 12-1 y 12-2.
50	C.E. 087/96	305	Capítulo (Modifica)	I	Modifica el numeral 1.3.2. relacionado con la clasificación de las inversiones forzosas. Anexa página 2
52	C.E. 094/96	310	Capítulo (Modifica)	I	Modifica los numerales 1.9, 2.3, 2.4.1., 2.5.2. y 3.1.1., relacionados con la valoración de inversiones por aplicación del método de proyección simple. Anexa las páginas 4, 7, 7-1, 8, 9 y 10.
64	C.E. 023/97	330	Capítulo (Modifica)	I	Adiciona el numeral 3.1.7 con el fin de instruir sobre la valoración de títulos de participación originados en procesos de titularización de activos inmobiliarios de baja, mínima o ninguna bursatilidad. Anexa las páginas 12 a 12-3.
77	C.E. 046/97	346	Capítulo (Modifica)	I	Solicita a las corporaciones financieras el envío de la información financiera que sirvió como base para la evaluación de las inversiones de renta variable bajo el riesgo de solvencia. Anexa la página 17.
82	C.E. 059/97	352	Capítulo (Modifica)	I	Modifica el numeral 3.1.7.4 con el fin de instruir sobre la clasificación y calificación de títulos de participación originados en procesos de titularización de activos inmobiliarios. Anexa la página 12-1.
92	C.E.023 /98	380	Capítulo (Modifica)	I	Modifica instrucciones sobre la valoración de inversiones de las entidades vigiladas. Adjunta un anexo técnico con ejemplos. Anexa las páginas 4 a 10.
111	C.E. 070/98	408	Capítulo (Reemplaza)	I	Sustituye el capítulo con el fin de adicionar dos clases nuevas de inversiones: Inversiones Permanentes e Inversiones Hasta el Vencimiento. Anexa páginas 1 a 24.
112	C.E. 073/98	409	Capítulo (Modifica)	I	Modifica los numerales 1.3.2, 4.2.2, 4.3.1 y 8 de acuerdo con la Circular Externa 070/98. Anexa las páginas 2, 19, 19-1 y 24.
114	C.E. 076/98	412	Capítulo (Modifica y adiciona)	I	Efectúa algunas aclaraciones con relación a la entrada en vigencia de la Circular Externa 070 de 1998. Anexa las páginas 2, 2-1, 4, 4-1, 7, 8, 8-1, 15, 19, 19-1, 20 23 y 24.
151	C.E. 062/99	473	Capítulo (Modifica)	I	Modifica el literal a) del numeral 4.2.1 con el fin de precisar el manejo contable de las inversiones no negociables de renta variable. Anexa la página 18.
158	C.E. 006/00	491	Capítulo (Modifica)	I	Amplía de 2 a 4 años el plazo establecido en el párrafo 5º numeral 3.1.2. Del Capítulo I –Evaluación de Inversiones, para incentivar la formación de precios de mercado para las acciones adquiridas en procesos de privatización.
161	C.E. 010/00	494	Capítulo (Modifica)	I	Imparte instrucciones sobre la valoración de los títulos de tesorería TES. Anexa las páginas 2, 3, 3-1, 7, 8, 8-1, 19 y 19-1 del Capítulo I ‘Evaluación de Inversiones.
163	C.E. 019/00	501	Anexo (Modifica)	I	Modifica los formatos de Endeudamiento de Clientes. Anexa las páginas 9 a 11, 17 a 29 de la Parte I del Anexo I.



183	C.E. 053/00	529	Capítulos I y II y Anexo I (Modifica, Adiciona)	Crea las proformas F0000-62, F0000-63 y F6000-18 para la remisión de información sobre TRD; modifica el numeral 1.3.3. del Capítulo I y modifica el numeral 22.3.6. Informando que el código PUC correcto es 272035. Anexa las páginas 136 a 140 de la Parte I; páginas 39 y 40 de la Parte V del Anexo I –Remisión de Información; página 3 del Capítulo I –Evaluación de Inversiones y página 16 del Capítulo II –Evaluación de Cartera de Créditos y Contratos de Leasing.
201	C.E. 003/01	567	Capítulo I (Modifica)	Modifica el último inciso del subnumeral 1.3.2 y los incisos 1° y 3° del subnumeral 4.2.2, elimina el subnumeral 1.3.4 y adiciona el numeral 8.4 para instruir sobre los títulos emitidos por Fogafin destinados a Capitalización de instituciones financieras. Anexa páginas 2, 3, 19 y 24.
213	C.E. 023/01	595	Capítulo I (Modifica)	Adiciona los numerales 1.6.4 y 1.6.5 del Capítulo I –Evaluación de Inversiones, para la reclasificación o venta de las inversiones hasta el vencimiento o permanentes. Anexa las páginas 4 y 4-1 del mencionado capítulo.
259	C.E.033/02	679	Capítulo I (Reemplaza)	Sustituye el Capítulo I – Valoración de Inversiones, para definir un nuevo marco regulatorio (de manera conjunta con la Superintendencia de Valores) sobre la clasificación, valoración y contabilización de las inversiones.
270	C.E.050/02	701	Capítulo I (Modifica)	Modifica el numeral “11. Vigencia y Derogatorias”, con el propósito de hacer precisión sobre la entrada en vigencia de la valoración de títulos TES Clase B, títulos de deuda privada y deuda pública. Anexa página 14.
274	C.E.055/02	703	Capítulo I (Modifica)	Modifica el numeral 10.4. y el literal a) del numeral 11, para precisar la entrada en vigencia de algunas valorizaciones de inversiones. Anexa página 14.
281	C.E.011/03	719	Capítulo I (Modifica)	Modifica el literal b) del numeral 11, para precisar la entrada en vigencia de algunas valorizaciones de inversiones. Anexa página 14.
288	C.E.021/03	728	Capítulo I (Modifica)	Efectúa algunas aclaraciones con respecto a la clasificación de las inversiones, la contabilización de los cambios en el valor de las inversiones en valores o títulos participativos, ajusta los porcentajes para el cálculo de provisiones o pérdidas por calificación de riesgo crediticio de algunas inversiones y crea el numeral 9.4 relacionado con las reglas sobre revelación permanente de información al público de la composición y valor del portafolio de inversiones. Deroga los numerales 10 y 11.
300	C.E.003/04	764	Capítulo I (Modifica)	Modifica los numerales 2.1, 6.1.1, 6.1.3, 6.2, 7, 7.3.2. y 8.1, para instruir sobre la determinación de los precios justos de intercambio, las operaciones realizadas con la intermediación de los corredores de valores especializados en TES B Clase B; el número de días que hay entre la fecha de valoración y la fecha del vencimiento de cada flujo, se debe realizar sobre la base de un año de 365 días; la conversión a pesos del valor de mercado de los títulos denominados en moneda extranjera se realizará con base en la TRM calculada el día de la valoración; el valor por el cual se deben registrar las inversiones el día de su compra es su costo de adquisición; el procedimiento a seguir para la contabilización de la provisión a que haya lugar por la evaluación de riesgo crediticio de las inversiones de baja o mínima bursatilidad y la provisión por evaluación de riesgo crediticio de los títulos participativos que cuenten con una calificación externa.



304	C.E.008/04	770	Capítulo I (Modifica)	Modifica el acápite (ii) literal c numeral 6.1.1, con el fin de establecer que el margen de valoración de los títulos de una misma categoría que no cuenten con margen vigente, corresponde al promedio ponderado de los márgenes propios calculados al momento de las compras o ventas. Anexa páginas 7 y 7-1.
325	C.E.049/04	812	Capítulo I (Modifica y adiciona)	Modifica los numerales 3. 1, 6.1.1., 6.2.4., 7.3.1., 7.3.2. y 8, adiciona el literal d. al numeral 4.2., el literal d. al numeral 6.2.1. y el párrafo 2 al numeral 8.2., con el fin de modificar la clasificación, reclasificación, valoración y contabilización de las inversiones. Anexa páginas 3, 4, 7 a 14.
347	C.E.038/05	858	Capítulo I (Modifica)	Modifica los numerales 6.1.1 y 6.1.2 con el fin de establecer que las pérdidas o utilidades que se produzcan como resultado de la primera valoración realizada utilizando las metodologías de dichos numerales deberán ser amortizadas en alícuotas diarias hasta alcanzar el cien por ciento (100%) de las mismas al 31 de diciembre de 2005. La amortización debe realizarse a partir del 14 de noviembre de 2005. Anexa páginas 6 y 7.
SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA				
363	C.E.030/06	033	Adiciona el párrafo 4º al numeral 4º del Capítulo I	Autoriza la reclasificación de títulos valores cuando se realizan operaciones con la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
410	C.E.064/07	081	Modifica el Capítulo I	Imparte instrucciones relacionadas con la integración del régimen normativo de la Superintendencia Financiera de Colombia sobre valoración y contabilización de inversiones.
435	C.E.043/08	108	Modifica el capítulo I.	Modifica el Capítulo I de la Circular Básica Contable y Financiera sobre el régimen aplicable a las inversiones clasificadas como “disponibles para la venta” para que sean utilizadas como garantías en la negociación de instrumentos financieros derivados, cuya contraparte sea una cámara de riesgo central de contraparte.
458	C.E.030/09	145	Modifica el Capítulo I.	Modifica el Capítulo I de la Circular Básica Contable y Financiera, sobre las reglas para la valoración y la contabilización de inversiones.
494	C.E.021/11	203	Modifica numeral 6.2 del Capítulo I	Modifica el numeral 6.2 del Capítulo I de la Circular Básica Contable y Financiera relacionada con la valoración de valores participativos
509	C.E.052/11	223	Modifica el numeral 6.4 y 8 del Capítulo I	Imparte instrucciones relacionadas con los elementos mínimos a considerar en la evaluación del riesgo de crédito de las carteras colectivas, así como para la valoración de inversiones en títulos valores y demás derechos de contenido económico.
530	C.E.002/13	266	Modifica al Capítulos I	Amplía el período de pruebas para garantizar el adecuado funcionamiento del esquema de valoración utilizando la información suministrada por los Proveedores de Precios para valoración y modificación del Capítulo I de la Circular Básica Contable y Financiera.

Fuente: Elaboración Propia con base en información de la Superfinanciera 2.013

En concordancia con su razón de ser la Superintendencia Financiera a establecido un marco regulatorio y de supervisión claro y estable que ha permitido el desarrollo del sector financiero y bursátil, este marco regulatorio ha sido establecido mediante la expedición de resoluciones, circulares y cartas circulares de obligatorio cumplimiento para los agentes intermediarios de dichos sectores.



3. METODOLOGÍA

En desarrollo de la investigación se siguen los siguientes pasos: a) Análisis de los desarrollos teóricos y marco legal de la valoración de inversiones en Colombia, b) recopilación y análisis de la información c) desarrollo de ejercicios de aplicación práctica, d) análisis de resultados, que incluye el impacto de la Circular externa 033 de 2002.

4. VALORACIÓN A PRECIOS JUSTOS DE MERCADO

Como ya se mencionó, con la expedición de la Circular Externa 033 del 02 de agosto de 2003, se establecen criterios específicos para que el valor de las inversiones reflejen la realidad económica de éstas en el mercado financiero y bursátil Colombiano, es así como los criterios primordiales para la valoración a precios justos de mercado están enmarcados por aspectos tales como: objetividad, transparencia, evaluación y profesionalismo que garantizan que hayan reglas claras de juego para el mercado de capitales y prevé un mejor desarrollo del mismo.

En síntesis, lo que busca la norma es profesionalizar aún más el mercado de capitales en Colombia y proveer mejor información a los agentes del mismo, por lo tanto es relevante determinar cuales han sido los cambios más importantes que se han presentando en la modificación de la metodología de valoración a precios justos de intercambio.

Las inversiones se clasifican con la entrada en vigencia de la circular 033 del 2003 en: inversiones disponibles para la venta; negociables; para mantener hasta el vencimiento y disponibles para la venta. Para la valoración de inversiones se toman los precios representativos del mercado en el día de la valoración en los sistemas transaccionales administrados por el Banco de la República y la Bolsa de Valores de Colombia, el valor de mercado se determina con base en dichos precios, los cuales son publicados por el Sistema Proveedor de Información para Valoración de Inversiones (SISVAL), que es la entidad autorizada por las Superintendencias Bancaria y de Valores, para recopilar, procesar e informar diariamente a los intermediarios del mercado de capitales los precios, tasas de referencia, márgenes, monedas, índices y curvas de rendimiento necesarias para la valoración de las inversiones.

Cuando el Sistema Proveedor de Información para Valoración de Inversiones (SISVAL) informa precios de mercado no existe la necesidad de proyectar flujos de fondos futuros, pues el precio promedio publicado es el valor justo de mercado para la fecha de valoración; Cuando no hay precios de mercado el día de valoración entonces se toman si existen las tasas de referencia y márgenes para títulos de características similares, publicados en el día de la valoración.

Las Tasas de descuento al igual que en la Resolución 200 están compuestas por una tasa de referencia y un margen, pero estas tasas de referencia y márgenes no pueden ser manipulados por los tenedores de los títulos. Estas tasas de referencia y los márgenes a utilizar para las diferentes categorías de títulos, deben ser publicados diariamente por el SISVAL.



En cuanto a los Títulos en Moneda Extranjera, el SISVAL proveerá precios limpios para la valoración diaria de estas inversiones. Si el SISVAL, no suministra esta información, son válidos los precios publicados por entidades que administren plataformas de información financiera como Bloomberg o Reuter, en donde se encuentran registrados los títulos de deuda externa e inversiones en el exterior.

Para inversiones no negociables de Renta Fija los títulos de inversión forzosa y los emitidos por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (FOGAFIN), pueden ser reclasificados como inversiones negociables, hasta el vencimiento o disponibles para la venta a criterio del tenedor de dicha inversión, se valoran según su clasificación.

4.1 Calificación y provisiones de las inversiones por riesgo de solvencia

El mercado colombiano ha evolucionado en la forma de medir y controlar el riesgo. Lo cual ha contribuido en la generación de una cultura del manejo del riesgo por parte de los inversionistas, llevando un mayor interés de cuantificar el riesgo para los emisores y sus emisiones.

En la actualidad las sociedades calificadoras de riesgos juegan un papel trascendental en la evolución de la administración del riesgo en Colombia, ya que ellas brindan al mercado las calificaciones actualizadas del riesgo de emisor. En la resolución 200 se establecieron categorías para clasificar los emisores por riesgo de solvencia, las cuales en la circular 033 se mantiene, pero siendo más conservadores en cuanto a las provisiones de inversiones.

Categoría A: Inversión con riesgo normal que corresponde a emisiones que se encuentran cumpliendo con los términos pactados en el valor o título y cuentan con una adecuada capacidad de pago de capital e intereses, así como aquellas inversiones de emisores que de acuerdo con sus estados financieros y demás información disponible reflejan una adecuada situación financiera. Para estas inversiones no procede registro de provisiones.

Categoría B: Inversión con riesgo aceptable, superior al normal y corresponde a emisiones que presentan factores de incertidumbre que podrían afectar la capacidad de seguir cumpliendo adecuadamente con los servicios de la deuda. Así mismo, comprende aquellas inversiones de emisores que de acuerdo con sus estados financieros y demás información disponible presentan debilidades potenciales que pueden afectar su situación financiera. En títulos de deuda, el valor por el cual se encuentran contabilizados no podrá ser superior al ochenta por ciento (80%) de su valor nominal.

Categoría C: Inversión con riesgo apreciable y corresponde a emisiones que aunque presentan una alta o media probabilidad de incumplimiento en el pago oportuno de capital e intereses. De igual forma, comprende aquellas inversiones de emisores que de acuerdo con sus estados financieros y demás información disponible presentan deficiencias en su situación financiera que comprometen la recuperación de la inversión. Con títulos de deuda, el valor por el cual se encuentran contabilizados no podrá ser superior al sesenta por ciento (60%) de su valor nominal.



Categoría D: Inversión con riesgo significativo y corresponde a aquellas emisiones que presentan incumplimiento en los términos pactados en el título, así como las inversiones en emisores que de acuerdo con sus estados financieros y demás información disponible presentan deficiencias acentuadas en su situación financiera, de suerte que la probabilidad de recuperar la inversión es altamente dudosa. Con títulos de deuda, el valor por el cual se encuentran contabilizados no podrá ser superior al cuarenta por ciento (40%) de su valor nominal.

Categoría E: Inversión incobrable y corresponde a aquellas inversiones de emisores que de acuerdo con sus estados financieros y demás información disponible se estima que es incobrable. Forman parte de esta categoría los valores o títulos respecto de los cuales no se cuenta con información financiera de por lo menos de seis meses anteriores a la fecha de valoración. El valor neto de las inversiones calificadas en esta categoría debe ser igual a cero.

Los cambios propuestos en la Circular 033 se encaminaron a desarrollar de manera eficiente el mercado de valores colombiano buscando darle mayor transparencia y representatividad. La transparencia se evidencia en la obligación de operar a través de los sistemas transaccionales que sirven como fuente de información para el sistema de Información de valoración SISVAL que posee filtros por tasas, monedas, montos y tipos de títulos facilitando la determinación de precios, márgenes e índices por grupo de Inversiones.

Lo más importante de la información suministrada por el SISVAL, se refiere a que muestra la percepción del mercado respecto de cada título, sin embargo, no garantiza que se presenten errores en la conformación de precios, por operaciones que no corresponden al tipo de inversión o a la manipulación de los agentes para registrar operaciones por los sistemas transaccionales que los favorezcan. La representatividad, se ve reflejada en el hecho de tener en cuenta las operaciones realizadas en el mercado primario y secundario, lo cual sirve como indicador para realizar negociaciones.

4.2. Aplicación Práctica.

El método de valoración difiere dependiendo de la clase de título y debe realizarse diariamente junto con su registro contable, a excepción de las inversiones de los fondos mutuos de inversión y de los fideicomisos administrados por sociedades fiduciarias distintos de los patrimonios autónomos o de los encargos fiduciarios constituidos para administrar recursos pensionales de la seguridad social y de los fondos comunes de inversión ordinarios y de los fondos comunes de inversión especiales, se deben valorar por lo menos en forma mensual siempre y cuando la rendición de cuentas no sea menor a un mes, si es menor la valoración y el registro debe realizarse según a ese periodo.

Para obtener información veraz, efectiva y confiable se tomaron como bases para la valoración los criterios de precio, margen y tasas de referencia, estos se originan de las operaciones de mercado secundario y subastas de títulos de Tesorería (TES) celebradas de contado y realizadas en sistemas transaccionales vigilados por la Superfinanciera o administrados por el Banco de la República; estos sistemas de mercado son el SEN



(Sistema Electrónico de Negociación del Banco de la República) y el MEC (Mercado Electrónico Colombiano de la Bolsa de Valores de Colombia), esta información diaria es procesada por el SISVAL (Sistema de Valoración) y entregada a los intermediarios financieros para que realicen la valoración de sus portafolios. El SISVAL para procesar la información de compra y venta de títulos diariamente y entregar a sus usuarios, realiza inicialmente una depuración de los datos por: Operaciones dentro de las cuales se efectúa un filtro por valor de la operación y por tasa de negociación con el fin de extraer de la muestra las operaciones no representativas. De la misma forma se realiza una clasificación por tipo de título, tipo de moneda y tipo de tasa.⁴

El proceso se inicia hallando las tasas de descuento, que son el resultado de combinar dos elementos: las tasas básicas y el margen. Las primeras reflejan las condiciones generales del mercado para inversiones de la misma especie al momento de la valoración, es decir, el riesgo del mercado. El margen por utilizar dentro de las tasas de descuento resume los aspectos específicos del emisor de cada título y corresponde a la prima que se paga sobre la rentabilidad promedio de títulos de la misma especie por consideraciones de riesgos de solvencia y liquidez del título en particular. La entidad que posee los títulos era la responsable de determinar estos márgenes con base en la existencia de riesgos de solvencia, jurídicos o liquidez del título.

Las tasas de descuento según esta resolución se calculaban utilizando la siguiente ecuación:

Ecuación 1

$$\text{Tasa de descuento} = \text{tasa básica} + \text{margen}$$

Determinación del Precio Promedio. Inicialmente se calcula el precio promedio del mercado del título negociado con los datos de un número mínimo de operaciones celebradas en el mismo día, sino hay movimiento ese día entonces se recurre al Precio con la curva estimada cero cupón⁵, si este dato no lo entrega la fuente se recurre entonces al precio estimado con otros métodos y si este dato no es suministrado se recurre en última instancia al Margen.

Ecuación 2.

$$\text{Precio Promedio}_{\text{Instrumento}} = \frac{\sum (\text{Precio}_{\text{Instrumento}} * \text{Monto}_{\text{Instrumento}})}{\sum \text{Cantidad}_{\text{Instrumento}}}$$

Donde:

Precio_{Instrumento} = Precio transado por operación de cada instrumento

Monto_{Instrumento} = Valor Nominal transado por operación de cada instrumento

Σ Cantidad_{Instrumento} = Sumatoria de Las operaciones transadas del día de cada instrumento

Fuente: Elaboración Propia, 2013

⁴ Se diseño Anexo con "Listado de Tipos de Títulos, Tipos de Tasa, Tipos de Moneda, Calificaciones y Tabla de Días al Vencimiento"

⁵ Curva Cero Cupón: Curva de rendimientos de la TIR de un título cuando el valor presente de los flujos de un Bono es igual a su precio.



Este precio promedio es calculado con operaciones de un mismo título, del mismo emisor, con idénticas características faciales, de una misma emisión y que le falten los mismos días para su vencimiento.

Tasa de Referencia. Es la tasa base a la cual se adiciona el margen, cada flujo futuro del título tiene su propia tasa de referencia; para los títulos a descuento o tasa fija la tasa de referencia es la curva cero cupón de TES en pesos o en Unidades de Valor Real (UVR); y para los títulos indexados su tasa de referencia es el valor de la tasa, por ejemplo la Tasa Para Depósitos a Terminio Fijo (DTF) o el Índice de Precios de Consumo (IPC), esto se detalla en la siguiente tabla:

Tabla 2 Tasas de Referencia Según Tipo de Inversión

Tipo de Inversión	Tasa de Referencia
Títulos en Pesos	Curva cero cupón (CUC)
Títulos en UVR	Curva cero cupón en UVR(CUCUVR).
Títulos Indexados	Indicador pactado y señalado facialmente, expresado siempre en términos efectivos anuales

Fuente: Fuente: Elaboración Propia, 2013

Para el cálculo de la tasa de descuento se toma la tasa de referencia según el tipo de inversión como lo muestra la siguiente tabla:

Tabla 3 Tasas de Referencia Para el Calculo de la Tasa de Descuento

Tipo de Inversión	Para el calculo de la Tasa de Descuento
Títulos en Pesos	Se toma dentro de la Curva Cero Cupón (CUC) los días al vencimiento de cada flujo del título y se toma dicho valor como tasa de referencia
Títulos en UVR	Se toma dentro de la Curva Cero Cupón en UVR (CUCUVR) los días al vencimiento de cada flujo del título y se toma dicho valor como tasa de referencia
Títulos Indexados	Se toma el indicador pactado, expresado siempre en términos efectivos anuales como la DTF, IPC

Fuente: Fuente: Elaboración Propia, 2013

Margen. Se calcula un margen para un grupo de títulos determinado por las siguientes características: emisor, tipo de título, tasa, moneda y días a vencimiento y resulta del promedio de los márgenes de todas las operaciones del mismo grupo, es el premio o Spread sobre la tasa de referencia; El margen es único para el mismo grupo de títulos y para todos los flujos. Es calculado mínimo con tres operaciones de los títulos de la misma categoría que hayan superado los filtros y que se hayan realizado el mismo día.

Inversiones Negociables y Disponibles Para la Venta. Cuando se va a realizar la valoración de una inversión negociable o disponible para la venta, se deben tener en cuenta los siguientes aspectos: a) Que para el día de valoración exista precio justo de intercambio determinado e informado por el SISVAL, En cuyo caso el valor de mercado para dicha inversión será calculado utilizando la siguiente fórmula:



Ecuación 3.

$$\text{Valor Presente neto} = \text{Valor Nominal} * \text{Precio justo de intercambio o sucio}$$

b) Que no exista precio justo de intercambio, pero existan tasa de referencia y margen determinados e informados por SISVAL, en cuyo caso el procedimiento a seguir es: establecer los flujos futuros de fondos, determinar la tasa de descuento y calcular el valor de mercado. Los flujos futuros de fondos son los valores que se espera recibir como retribución de la inversión, es decir capital e intereses, para los títulos de renta fija estos flujos se pueden calcular con tasa fija, así:

Ecuación 4.

$$\text{Interés} = (\text{Valor Nominal} * \text{Tasa Facial}_{\text{CUPÓN}}) * (M/360)$$

Donde: M : Periodicidad de la Tasa Facial

O con tasa variable, por lo cual los rendimientos están indexados⁶ a algún indicador económico tal como: DTF, TCC o IPC y adicionado en unos puntos porcentuales fijos (Spread) establecidos en las características faciales de la inversión, así:

Ecuación 5.

$$\text{Interés} = \text{Valor Nominal} * (\text{Tasa}_{\text{Indexada}} + \text{Spread})$$

Donde :

Tasa _{Indexada}: Se expresa en términos de la periodicidad del título (M.A., M.V., T.A., T.V., S.A., S.V.)

Ahora con el propósito de calcular el valor presente de los flujos futuros de fondos, se utiliza una tasa de descuento efectiva anual, compuesta por una tasa de referencia⁷ y un margen⁸ que contiene los diferentes riesgos no incorporados en dicha tasa, dando como resultado la siguiente formula:

Ecuación 6.

$$\text{Tasa de Descuento} = ((1 + \text{Tasa}_{\text{Referencia}}) * (1 + \text{Margen})) - 1$$

Por último, para calcular el valor de mercado de una inversión se realiza la sumatoria del valor presente de los flujos futuros descontados a la respectiva tasa de descuento, dando como resultado la siguiente formula:

Ecuación 7.

$$\text{Valor Presente Neto} = \sum \text{Flujos} / (1 + \text{Tasa}_{\text{Descuento}})^{(\text{dfas}/365)}$$

⁶ Indexación: Consiste en fijar un índice para determinar el rendimiento o evolución de un instrumento financiero.

⁷ Tasa de Referencia: Es la tasa base a la cual esta indexada una inversión.

⁸ Margen: Precio o Spread sobre la tasa de referencia.



c. Que para el día de valoración no exista precio justo de intercambio, ni tasas de referencia y margen determinados por el SISVAL, en cuyo caso se valora la inversión a Tasa Interna de Retorno (TIR) de compra, siguiendo el procedimiento establecido en las ecuaciones 1 y 2 y quedando como tasa de descuento de los flujos futuros la TIR de compra, por lo cual el valor de mercado se calculara teniendo en cuenta la siguiente formula:

Ecuación 8

$$\text{Valor Presente Neto} = \sum \text{Flujos} / (1 + \text{TIR}_{\text{Compra}})^{(\text{días}/365)}$$

Inversiones para mantener hasta el vencimiento. La valoración para los títulos que se clasifiquen como inversiones para mantener hasta el vencimiento, se valoran en forma exponencial a partir de la TIR de Compra por lo cual se traen a valor presente todos lo flujos futuros del titulo a la misma tasa de interés, para establecer el valor total del mismo, mediante la sumatoria de cada uno de los flujos que han sido descontados, es decir, se calcula el valor presente neto de la inversión.

A continuación se da un ejemplo de la obtención de la información para la valoración de inversiones de renta fija, bajo la metodología implantada por la Circular 033 de agosto de 2002, tomando como inversiones los siguientes títulos: a) TES tasa fija en pesos – Deuda Publica, b) TES Indexado a IPC – Deuda Pública y c) Certificados de Depósito a Término (CDT) de Bancolombia – deuda privada

4.2.1 Ejemplos de aplicación Práctica

Ejemplo 1: Las características del TES Tasa Fija en Pesos, a valorar son las siguientes:

Nemotécnico ⁹ :	TBFT05040205
Tasa facial:	15%
Fecha de vencimiento:	4 de febrero de 2003
Flujos por cumplirse:	2 (04/02/2004 y 04/02/2005)
Fecha de valoración:	27 de junio de 2003
Valor nominal:	\$1.000.000.000,00

De acuerdo a las características faciales de esta inversión se busca en el SISVAL la siguiente Información:

Precio estimado encontrado (27/06/2003):	111.139
Margen histórico encontrado (27/06/2003):	0.076%

En el archivo de precios, se encuentra un precio estimado para el título de 111.139 el cual se multiplica por el valor nominal para finalizar la valoración.

El precio estimado resulta de:

⁹ Identificación de un titulo valor según sus características financieras, determinado por la Bolsa de Valores de Colombia y necesario para realizar operaciones en los sistemas transaccionales



a. De acuerdo con la estructura de los TES B Tasa Fija en pesos, el valor de los flujos para cada periodo es el de la tasa cupón, excepto que en el último flujo se debe tener en cuenta el capital, los días al vencimiento de los flujos se hallan restando la fecha de valoración a la fecha de los flujos sin tener en cuenta los 29 de febrero

$$\begin{aligned}\text{Flujo1: } & 04/02/2004 - 27/06/2003 = 222 \text{ días} \\ \text{Flujo2: } & 04/02/2005 - 27/06/2003 - 1(29/02/2004) = 587 \text{ días}\end{aligned}$$

Conociendo el valor de los flujos para los periodos restantes, se procede a hallar la tasa a la cual se descontarán dichos flujos.

b. En el caso de los TES tasa fija en pesos, la tasa de descuento se obtiene mediante la composición de los valores de la curva cero cupón del día de valoración, para los días a vencimiento de los flujos, con el margen obtenido.

$$\text{Tasa Descuento} = [(1 + \text{Valor CUC Pesos}) \cdot (1 + \text{Margen})] - 1$$

Resultado para cada flujo

$$\begin{aligned}\text{Tasa Descuento}_{\text{Flujo 1}} &= [(1 + \text{Valor CUC Pesos}(222 \text{ días})) \cdot (1 + \text{Margen})] - 1 \\ \text{Tasa Descuento}_{\text{Flujo 1}} &= [(1 + 8.8358\%) \cdot (1 + 0.076\%)] - 1 = 8.919\% \\ \text{Tasa Descuento}_{\text{Flujo 2}} &= [(1 + \text{Valor CUC Pesos}(588 \text{ días})) \cdot (1 + \text{Margen})] - 1 \\ \text{Tasa Descuento}_{\text{Flujo 2}} &= [(1 + 11.1528\%) \cdot (1 + 0.076\%)] - 1 = 11.2372\%\end{aligned}$$

Finalmente, conociendo el valor de los flujos, los días a vencimiento y la tasa de descuento, se halla el precio con el margen de SISVAL:

$$P = \frac{15\%}{[(1 + 8.8358\%) \cdot (1 + 0.076\%)]^{222/365}} + \frac{115\%}{[(1 + 11.1528\%) \cdot (1 + 0.076\%)]^{587/365}}$$

Resultando un precio de 111.139, que se multiplica por el valor nominal del título para un valor final de: \$1.111.390.000,00

Ejemplo 2: Las características del TES Indexado a IPC, a valorar son las siguientes:

Nemotécnico:	TBVT07291204
Tasa facial:	5.86%
Fecha de vencimiento:	29 de diciembre de 2004
Flujos por cumplirse:	2 (29/12/2003 y 29/12/2004)
Fecha de valoración:	27 de junio de 2003
Valor nominal:	\$1.000.000.000,00

De acuerdo a las características faciales de esta inversión se busca en el SISVAL la siguiente Información:



Precio estimado encontrado (27/06/2003):	111.139
Margen histórico encontrado (27/06/2003):	3.4095%
Valor IPC para el día de valoración:	7.73%

- a. De acuerdo con la estructura de los TES B IPC en pesos, el valor de los flujos para cada periodo es la tasa compuesta entre la tasa cupón del título y el valor del IPC al día de valoración, teniendo en cuenta el pago de capital en el último flujo. Específicamente, para el título TBVT07291204 es:

$$\begin{aligned} \text{Tasa Descuento Flujo 1: } & [(1 + \text{Cupón}) \cdot (1 + \text{IPC})]^{-1} = 14.04\% \\ \text{Tasa Descuento Flujo 2: } & [(1 + \text{Cupón}) \cdot (1 + \text{IPC})]^{-1} = 114.04\% \\ \text{Tasa Descuento} & = [(1 + \text{Margen}) \cdot (1 + \text{IPC})]^{-1} = 11.4\% \end{aligned}$$

- b. Los días al vencimiento de los flujos se hallan restando la fecha de valoración a la fecha de los flujos sin tener en cuenta los 29 de febrero

$$\begin{aligned} \text{Flujo1: } & 29/12/2003 - 27/06/2003 = 185 \text{ días} \\ \text{Flujo2: } & 29/12/2004 - 27/06/2003 - 1(29/02/2004) = 550 \text{ días} \end{aligned}$$

Finalmente, conociendo el valor de los flujos, los días a vencimiento y la tasa de descuento, se halla el precio con el margen del SISVAL:

$$P = \frac{14.04\%}{[(1 + 5.86\%) \cdot (1 + 7.73\%)]^{85/365}} + \frac{114.04\%}{[(1 + 5.86\%) \cdot (1 + 7.73\%)]^{550/365}}$$

Resultando un precio de 110.207%, que se multiplica por el valor nominal del título para un valor final de: \$ 1.102.070.000,00

Ejemplo 3: Las características del CDT de Bancolombia, a valorar son las siguientes:

Nemotécnico:	CDTBBCB10
Código ISIN:	COB07CT00019
Tasa facial:	DTF + 1.15
Periodicidad y modalidad:	Trimestre vencido
Fecha de emisión:	18 de octubre de 2001
Fecha de vencimiento:	18 de octubre de 2003
Base:	360
Fecha de valoración:	27 de junio de 2003
Valor nominal:	\$1.000.000.000,00

De acuerdo a las características faciales de esta inversión se busca en SISVAL la siguiente Información:

Precio encontrado (27/06/2003):	No
Margen encontrado (27/06/2003):	0.6094%



DTF (18/04/2003):	7.33% Trimestre anticipado
DTF (27/06/2003):	7.42% Trimestre anticipado

Se supone que el spread se expresa en las mismas unidades de la DTF, es decir Trimestre Anticipado, entonces:

Para obtener el valor del flujo del 18/07/03 (21 Días Vencimiento):

$$\begin{aligned} \text{Tasa Trimestre Anticipado} &= 7.33\% + 1.15\% = 8.48\% \text{ Trimestre Anticipado} \\ \text{Tasa Trimestre Anticipado} &= 8.48\% * (90/360) = 2.12\% \\ \text{Tasa Trimestre Vencido} &= 2.1659\% \end{aligned}$$

Para obtener el valor del flujo del 18/10/03 (113 Días Vencimiento):

$$\begin{aligned} \text{Tasa Trimestre Anticipado: } &7.42\% + 1.15\% = 8.48\% \\ \text{Tasa Trimestre Anticipado} &= 8.57\% * (90/360) = 2.14\% \\ \text{Tasa Trimestre Vencido} &= 2.11894\% \\ \text{Sumando el principal se obtiene el flujo} &= 102.1189\% \end{aligned}$$

La tasa de descuento se obtiene mediante la composición de la tasa de referencia del día de valoración en términos efectivos anuales con el margen encontrado que también se encuentra en términos efectivos anuales.

$$\text{Tasa de descuento} = ((1+7.78\%)*(1+0.6094\%)) - 1$$

Siendo esta tasa de descuento la misma para todos los flujos.

Finalmente, conociendo el valor de los flujos, los días a vencimiento y las tasas de descuento, se halla el precio estimado= Resultando un precio de 101.746%, que se multiplica por el valor nominal del título para un valor final de: \$ 1.017.460.000,00

$$P = \frac{2.1659}{[(1+7.78\%)\cdot(1+0.6094\%)]^{21/365}} + \frac{102.1189}{[(1+7.78\%)\cdot(1+0.6094\%)]^{113/365}}$$

4.3. Tratamiento contable de la valoración de las inversiones

Las inversiones se contabilizan desde el día de la compra registrando los cambios en el valor de éste en el mercado, de acuerdo a la siguiente clasificación de las inversiones:

Inversiones Negociables. Se deben registrar por su costo de adquisición, la diferencia del valor actual de mercado y valor del día anterior del título se debe registrar como un mayor o menor valor de la inversión y su contrapartida debe afectar los resultados del período como utilidad o pérdida respectivamente, Tratándose de títulos de deuda, los rendimientos exigibles pendientes de recaudo se registran como un mayor valor de la inversión. En



consecuencia, el recaudo de dichos rendimientos se debe contabilizar como un menor valor de la inversión.

Ejemplo 4: La Compañía Financiera S.A. compra el 13 de febrero de 2003 un TES clase B con fecha de vencimiento del 11 de marzo del 2005, con cupón de intereses de 13 % año vencido (A.V.) a un precio sucio¹⁰ de 103.049%, para su portafolio de inversiones negociables, por valor nominal de \$1.000.000.000,00. Para este mismo título se tiene que el precio promedio para valoración del 13 de febrero de 2003 es de 103.075%.

Primero se determina el costo de adquisición de esta inversión o valor de giro de la operación utilizando la siguiente formula:

$$\text{Valor de Giro} = \text{Valor Nominal} * \text{Precio Sucio}$$

Teniendo en cuenta la formula anterior encontramos que el valor de giro es de \$1.030.490.000,00, por lo cual la contabilización de la compra es:

Cuenta	Debito	Crédito
13 Inversiones Negociables	\$ 1.030.490.000,00	
11 – Forma de Pago		\$ 1.030.490.000,00

Para valorar el primer día que se tiene el título en el portafolio, tenemos que el precio promedio de valoración de este título es de 103.075%, para saber cual es el valor de la valoración efectuamos la siguiente ecuación:

$$\text{Valoración} = (\text{Precio Compra o Valoración día anterior} - \text{Precio Valoración Vigente}) * \text{Valor Nominal}$$

Si, $\text{Precio Compra o Valoración día anterior} > \text{Precio Valoración Vigente}$, entonces se contabiliza una perdida

Si, $\text{Precio Compra o Valoración día anterior} < \text{Precio Valoración Vigente}$, entonces se contabiliza una utilidad

Teniendo en cuenta la formula anterior encontramos que la valoración de esta inversión es para el primer día positiva generando una utilidad de \$260.000,00

$$\text{Valoración} = (103.049\% - 103.075\%) * 1.000.000.000,00$$

Por lo cual la contabilización es:

Cuenta	Debito	Crédito
13 Inversiones negociables	\$ 260.000,00	
41 Valoración Inversiones		\$ 260.000,00

¹⁰ Precio Sucio o Precio Total. Precio porcentual, el cual incluye los interés causados y pendientes sobre el título, desde la fecha de emisión o ultimo pago de interés hasta la fecha de cumplimiento de operación de compraventa



La valoración a precios de mercado, se debe realizar de manera, donde el precio de compra cambia por el precio de valoración del día anterior.

5. IMPACTOS DE LA CIRCULAR EXTERNA 033 DEL 02 DE AGOSTO DE 2003

Después de analizar la norma actual de valoración de inversiones de renta fija a precios justos de intercambio según Circular Externa 033 de 2002, y sus posteriores modificaciones, se puede afirmar que el gobierno ha buscado tener un marco de regulación claro para el mercado de capitales, previéndole un mejor desarrollo y eficiencia, para estar a la par de los mercados de valores internacionales.

La valoración de portafolios de inversión a precios justos de mercado a significado esfuerzos técnicos y operativos considerables para las entidades en cuanto al diseño de la plataforma sistemática para valoración y la implementación de un nuevo proceso de valoración que implica nuevos controles.

5.1. Impacto en los estados financieros de los inversionistas

El primer factor determinante, está dado por la imposibilidad de manipular los márgenes de cada inversión (Práctica Común en la vigencia de la resolución 200), pues hoy día estos márgenes están estipulados por el mercado en conjunto. Los márgenes al ser manipulados por los inversionistas tenían una percepción muy subjetiva del riesgo, en ocasiones, un tanto alejadas de la realidad del mercado, por esta razón a la entrada en vigencia de la Circular 033 se cuenta con precios, tasas y márgenes que resultan de operaciones significativas de mercado para cada tipo de inversión, recogiendo factores teóricos y fundamentales del mercado expresados en la oferta y demanda de cada inversión, adicionalmente esta información de valoración es la misma para todos los agentes del mercado.

En su momento, la Superintendencia Bancaria y de Valores, conscientes de esta situación establecieron un periodo de tiempo, para que los inversionistas pudieran diferir los efectos del cambio de la valoración, es así como teniendo en cuenta la entrada en vigencia de la norma se definió dicho plazo, así:

Tabla 4 Plazos para diferir efectos por cambio de valoración

Tipo de Inversión	Fecha entrada en vigencia	Fecha Límite para amortización del Cambio en Valoración
Títulos de Deuda Externa y la deuda privada en dólares	02 de septiembre de 2002	30 de junio de 2003
Títulos de Deuda Pública (TES Clase B)	01 de enero de 2003	30 de junio de 2003
Títulos de Deuda Privada Interna	06 de agosto de 2003	30 de Septiembre de 2003

Fuente: Superintendencia Bancaria

El efecto en los estados financieros de los inversionistas institucionales en el momento del cambio de valoración se vio reflejado al pasar el valor presente de sus inversiones de deuda pública de \$ 14.607.888 MM reflejado al 31 de julio de 2002 a \$ 14.374.610 MM reflejado al 31 de agosto de 2002, con un efecto en el estado de resultados de - \$209.625 MM, los cuales fueron diferidos hasta el pasado 30 de junio de 2003.



5.2 Comportamiento del mercado

Desde la entrada en vigencia de la circular 033, tomo mayor importancia los sistemas transaccionales ya que estos sirven de fuente de información para el sistema de valoración SISVAL, por lo cual se ha presentado un mayor volumen de operaciones registradas en el SEN, MEC e Inverlace. Esto en razón a que los agentes del mercado participan activamente en la generación de precios de las inversiones de renta fija y quieren mantener sus inversiones rentables.

Para apreciar la evolución de los volúmenes de operaciones registradas en los sistemas transaccionales, desde la entrada en vigencia del Circular 033, se presenta la siguiente tabla:

Tabla No 5. Volúmenes de operaciones registrados

Periodo	Deuda Publica	Participación %	Deuda Privada	Participación %	Total
I. Trimestre 2002	2.389	84,30%	445	15,70%	2.834
II. Trimestre 2002	3.627	86,32%	575	13,68%	4.202
III. Trimestre 2002	2.391	81,69%	536	18,31%	2.927
IV. Trimestre 2002	1.678	77,15%	497	22,85%	2.175
I. Trimestre 2003	2.446	81,89%	541	18,11%	2.987
II. Trimestre 2003	8.337	79,77%	2.114	20,23%	10.451

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, Banco de la Republica

Lo importante en los datos de la tabla No 6, es el alto incremento en el registro de operaciones de Deuda pública y privada la cual presento un aumento porcentual del 248.97% y 375.06% respectivamente, para un total unificado del 268.72 %

Este aumento en el registro de operaciones en los sistemas transaccionales se puede interpretar como una mayor participación o presencia de los inversionistas en el mercado de capitales, al tener que ofertar y demandar sus inversiones a través de estos y no como se hacía anteriormente que la oferta y demandan de las inversiones se realizaban telefónicamente, esto no quiere decir que la negociación telefónica haya terminado sino que hoy, la mayor parte de las operaciones se transan en lugares públicos como lo son el SEN y el MEC.

5.3 Comportamiento de la rentabilidad de los portafolios de inversión de renta fija

Otro de los impactos relevantes en la entrada en vigencia del marco regulatorio de valoración, está dado por la volatilidad en la rentabilidad de los portafolios de los inversionistas institucionales. En desarrollo de la investigación se tomó como muestra significativa el comportamiento de los Fondos Comunes Ordinarios administrados por las Sociedades Fiduciarias ya que con estos datos se puede notar el impacto de la norma en los inversionistas pequeños, medianos y grandes; estos portafolios presentan un nivel de riesgo conservador, puesto que están invertidos tanto en títulos de deuda pública como privada. Adicionalmente, manejan un 22.46% de total de los recursos administrados por el sistema previsional Colombiano.



En los fondos comunes ordinarios, los portafolios están constituidos principalmente por CDT, Bonos y TES. Debido a que no están autorizados a invertir en acciones ordinarias. Es importante resaltar que cuando la valoración implica pérdidas, son los fideicomitentes los que la asumen, por lo tanto, esta medida impulsa a los fideicomitentes a buscar otras opciones de mayor rentabilidad.

Los inversionistas institucionales están en capacidad de hacer una evaluación de inversión y pueden decidir sobre la conformación de sus portafolios según el momento económico, lo que refleja en unos mejores indicadores de liquidez y solidez, dado que las herramientas están ya determinadas para realizar análisis y estudios de las variables que determinan la evolución de los indicadores y la condición del mercado.

Se concluye que la volatilidad de la rentabilidad de los fondos no ha disminuido y que los valores de los fondos han sido drásticamente afectados.

5.4 Comportamiento de la composición de los portafolios de inversión de renta fija

Al igual que las rentabilidades de los Fondos Comunes Ordinarios (F.C.O), presentaron algunos reordenamiento, causado por la entrada en vigencia de la Circular Externa 033, de la misma forma la composición de los portafolios de estos fondos sufrieron una recomposición, lo cual se puede observar al tomar un portafolio antes de la entrada en vigencia de la norma y después de la entrada en vigencia de la misma así:

a. Composición del Portafolio para un F.C.O al 31 de mayo de 2002¹¹:

En esta composición se encuentra concentradas las inversiones en deuda privada en un 88.69%, con una mayor participación en CDT (43.76%) y en Bonos Ordinarios (25.34%), mientras que la participación en deuda pública representa un 11.31%. Se puede interpretar como una política sana de inversión con niveles bajos de participación en títulos de deuda pública y exposición al riesgo de mercado de manera moderada.

b. Composición del Portafolio para un F.C.O al 31 de julio de 2003¹²:

En esta composición se encuentra concentradas las inversiones en deuda privada en un 82.82%, con una mayor participación en CDT (38.52%) y en Bonos Ordinarios (30.97%), mientras que la participación en deuda pública representa un 17.18%.

En comparación con la composición del portafolio del 31 de mayo de 2002, se observó, un decremento en la participación de las inversiones de deuda privada del 5.87%, mostrando individualmente en los CDT un decremento 5.24% y en los Bonos Ordinarios un incremento del 5.63%, demostrando aumento en la duración del portafolio, puesto que se entiende que los bonos ordinarios son instrumentos de largo plazo y dan soporte a la rentabilidad de los F.C.O.

¹¹ Seis días antes de entrada en vigencia definitiva de la Circular Externa 033 de 2002

¹² Un mes después de entrada en vigencia definitiva de la Circular Externa 033 de 2002



En cuanto a la deuda pública la participación aumento en un 5.87%, lo cual hace pensar en un re direccionamiento de la política de inversión, imprimiéndole a los portafolios una volatilidad algo más agresiva y dándole un mayor soporte de rentabilidad a los fondos, sin embargo estos portafolios se encuentra expuestos a un riesgo de mercado alto que se encuentra implícito en el mercado de deuda pública.

6. CONCLUSIÓN

Para Colombia ha representado un avance de gran importancia, por el impacto que ha tenido en el mercado financiero y la contribución al establecimiento de reglas claras en la valoración de las inversiones, además de haber avanzado en la consolidación de una cultura financiera que se viene arraigando en el inversionista en el mercado de valores en todo el País.

A la fecha, (2013), todas la entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, han valorado sus portafolios de inversión según la Circular Externa 033 y modificaciones posteriores; es así como los agentes del mercado han avanzado en el desarrollo de la cultura del riesgo y como resultado se han generado precios verdaderos de los instrumentos negociados en el mercado publico de valores del país incentivando la profundidad del mercado.

El Mercado de Renta Fija es motor del crecimiento económico no solo por su rol como medio para distribuir recursos y formar capital, a través de los mecanismos de financiación que ofrece para invertir en diversidad de actividades productivas, sino también porque complementa el mercado bancario al ofrecer alternativas de financiamiento más flexibles en cuanto a montos, plazos y tipos de interés.

En Colombia, el crecimiento y progreso del Mercado de Renta Fija se consolidó en la década anterior cuando la economía creció a una tasa real anual promedio de 4,36%. Entre los años 2002 y 2011, el monto de títulos en circulación aumentó en 249% y el volumen negociado de operaciones de compra-venta se duplicó.

Como resultado de esta dinámica, los instrumentos de Renta Fija son los más negociados en el mercado local con una participación del 91% del volumen total del mercado, su nivel de rotación anual es de 10,87 y el volumen negociado sobre PIB es superior a 200%. Así mismo, el mercado colombiano se ha constituido como el tercero a nivel regional, superando de forma significativa a países con economías similares como Chile y Perú.

El Mercado de Renta Fija se ha caracterizado por mostrar distintas fases en su evolución. Entre el año 2002 y 2006, bajo una coyuntura monetaria favorable, los agentes públicos y privados desarrollaron las iniciativas necesarias para potenciar el crecimiento del Mercado de Renta Fija en Colombia. Sin embargo, el incremento en el nivel de apalancamiento de algunos intermediarios, evidenció que hacia el final de este periodo el volumen de negociación se encontraba inflado.

Entre 2007 y 2008, el cambio en el ciclo de tasas de interés y la implementación de la norma de preacuerdos redujo la liquidez del mercado drásticamente. En los siguientes años,



a pesar de la implementación del mercado (Over The Counter), OTC o extrabursátil para todos los agentes, los volúmenes de negociación no se recuperaron de forma consistente, y su comportamiento ha estado determinado, principalmente, por la presencia o ausencia del estímulo monetario

Por el lado de la oferta, el Gobierno se consolidó como el principal emisor del mercado a partir de su decisión en 2001, de sustituir deuda externa por deuda interna. La oferta de papeles emitidos por la Nación en el mercado local se incrementó en 76,77%, entre los años 2002 y 2006, llegando a COP 94,4 billones¹³

Este aumento en el registro de operaciones en los sistemas transaccionales se puede interpretar como una mayor participación o presencia de los inversionistas en el mercado de capitales, al tener que ofertar y demandar sus inversiones a través de estos y no como se hacía anteriormente que la oferta y demandan de las inversiones se realizan telefónicamente, esto no quiere decir que la negociación telefónica halla terminado sino que hoy, la mayor parte de las operaciones se transan en lugares públicos como lo son el SEN y el MEC.

En cuanto los títulos de deuda privada en tasa fija, se debe perfeccionar la metodología de valoración ya que se valoran con la curva cero cupón de rendimientos de TES, lo cual le imprime a un título de deuda privada factores de riesgo y volatilidad de un título de deuda publica que esta afectado por aspectos fundamentales como: Entorno político, déficit fiscal, solvencia del Gobierno, financiamiento externo, y agenda legislativa, que distorsionan el valor de mercado de estas inversiones.

En el mercado colombiano, los portafolios de todos los inversionistas se valoran con los mismos parámetros, es decir, se utilizan los mismos indicadores para cada instrumento según el plazo, características faciales y emisor, generando uniformidad en el valor de mercado de los títulos y haciendo que se refleje el valor de mercado diariamente en los estados financieros de las entidades.

El dinamismo que se le imprimió al mercado con las nuevas regulaciones lo afecto positivamente, proporcionándole profundidad y liquidez al mercado de deuda publica; sin embargo, este mismo dinamismo no se ve reflejado en los títulos de deuda privada, por lo cual no es fácil determinar los precios de mercado debido a una baja participación de los agentes.

La ventaja que los títulos revelen de manera inmediata su valor en el mercado, hace que en un momento de iliquidez o alzas en las tasas de interés los propietarios de estos pueden venderlos rápidamente sin causar mayores perdidas contables. Adicionalmente, la necesidad de revelar de inmediato los efectos económicos en sus portafolios obliga a sus administradores a ser más proactivos en su manejo.

¹³ Estudios Técnicos BVC, Mercado de Renta Fija Colombiano, Evolución y Diagnóstico, octubre de 2012



5. BIBLIOGRAFÍA

Acciones de Colombia S.A. "Glosario de Términos Financieros". Acciones de Colombia S.A. 2013.

Bolsa de Valores de Colombia BVC, Estudios Técnicos BVC, Mercado de Renta Fija Colombiano, Evolución y Diagnóstico, octubre de 2012, consultado Mayo 2013

BREALEY, Richard y MYERS Stewart C. "Manual de Finanzas Corporativas". Mc Graw Hill. Tomo 1 - 2 - 3 -4. 1995.

Corredores Asociados S.A. "Manual Para el Calculo de Rentabilidades. Corredores Asociados S.A. 2002

Grupo Aval, Información económica y Financiera mayo 2013
https://www.grupoaval.com/portal/page?_pageid=33,115460184&_dad=portal&_schema=PORTAL

SUÁREZ LARA MANUEL H; modelo para valoración de instrumentos de renta fija en entidades financieras ,tesis de grado Universidad javeriana 2009.

Superintendencia Bancaria. "Circular Externa 033". Agosto 2002; en www.superfinanciera.gov.co

Superintendencia Bancaria. "Circular Externa 100 DE 1995; en www.superfinanciera.gov.co

Superintendencia Bancaria. "Valoración de Inversiones". Revista 24. Marzo - Junio 1995.

Superintendencia Financiera de Colombia Mayor 2013; www.superfinanciera.gov.co

Superintendencia Financiera de Colombia. [en línea]: Clasificación, Valoración y Contabilización de Inversiones. www.superfinanciera.gov.co

TOPA Guillermo; DESARROLLO DE LA VALORACION DE INVERSIONES A PRECIOS DE MERCADO Oficina de Estudios Económicos Topa y Asociados, en: <http://www.tya.com.co/pdfs/GT2.pdf>

Valoración de Inversiones, Revista Superintendencia Bancaria No. 24, Marzo – Junio 1995

www.corfinsura.com - Última Consulta Mayo de 2013.

