



DEBATE ACTUARIAL

Crterios de valoración de los Fondos de Pensiones

La Comisión de Normas y Criterios está elaborando un documento donde se recogerá la propuesta que se presente sobre los criterios de valoración de los fondos de pensiones que ha pedido la Dirección General de Seguros (Subdirección General de Planes y Fondos de Pensiones).

Publicamos el borrador de la primera parte, que será completada con las discusiones que se están teniendo acerca de las inversiones en un fondo de pensiones, y en definitiva sobre todo lo relativo al capítulo V del Reglamento de la Ley de Planes y Fondos de Pensiones.

Una vez que se haya adoptado una resolución por parte de la DGS, la daremos a conocer por medio de circular y también presentaremos el punto de vista del Instituto.

Consideraciones previas sobre los objetivos de los planes y fondos de pensiones y los criterios de valoración de las inversiones

Borrador del IAE del 19 de mayo de 1995

Los planes de pensiones, según el artículo 1 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, al referirse a su naturaleza, dice que:

«Los planes de pensiones definen el derecho de las personas, a cuyo favor se constituyen, a percibir rentas o capitales por jubilación, supervivencia, viudedad, orfandad o invalidez, las obligaciones de contribución a los mismos y las reglas de constitución y funcionamiento del patrimonio que al cumplimiento de los derechos que reconoce ha de afectarse.»

Y el artículo 25 punto 1, respecto a la naturaleza de los fondos de pensiones, especifica

«Los fondos de pensiones son patrimonios creados al exclusivo objeto de dar cumplimiento a planes de pensiones, cuya gestión, custodia y control se realizarán de acuerdo con la presente regulación.»

Además, el artículo 34 punto 1 concreta que:

«El activo de los fondos de pensiones, con exclusión de las dotaciones para el pago de primas de seguros o coste de las garantías en virtud de planes total o parcialmente asegu-

rados o garantizados, estará invertido de acuerdo con criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia de plazos adecuados a sus finalidades.»

Por tanto, de lo anteriormente transcrito sólo puede inducirse que la norma básica está contenida en el objeto de los planes de pensiones, quedando las demás cuestiones al servicio de lo fundamental. Asimismo, para facilitar el cumplimiento en las cuestiones básicas es preciso no olvidar que es imprescindible coordinar las aportaciones, las inversiones y las necesidades estimadas para hacer frente a las prestaciones esperadas. Si además se tiene en cuenta la experiencia adquirida en la etapa cubierta, en donde se ha conseguido un dominio relativo contra la inflación, se ha vivido una parte con tipos de interés descendientes y se está viviendo una segunda parte con mercados especulativos que provocan convulsiones respecto de los tipos de interés y, en consecuencia, sobre los precios o cotizaciones de los valores mobiliarios, nos encontramos posiblemente con cuestiones que obliguen a considerar las posibles interrelaciones entre las referencias de las necesidades para coberturas de provisiones matemáticas y derechos consolidados de los partícipes de los planes de pensiones y los movimientos de los precios o cotizaciones de los títulos en los que pudiesen estar materializados los fondos garantes de las prestaciones.

Entendemos que los títulos, además de las características

resaltadas en el artículo 34 punto 1 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia de plazos adecuados a sus finalidades, deben contener la liquidez necesaria, la defensa contra la inflación y que, con independencia de las convulsiones de los movimientos especulativos de los mercados, tengan las necesarias cualidades para que se garantice el pago de las prestaciones.

En este sentido, creemos que junto a la legislación básica transcrita es necesario no perder de vista el párrafo segundo del punto 2 del artículo 34, que dice:

«La revisión actuarial de cada plan integrado en el fondo de pensiones especificará las previsiones sobre los requerimientos de activos líquidos, las cuales, contrastadas con las prestaciones causadas, definirán el adecuado nivel de cobertura por parte del correspondiente fondo.»

Si además de lo descrito es preciso distinguir entre valores de renta fija y valores de renta variable, valores a corto plazo y valores a largo plazo, valores con cotizaciones estables con valores con cotizaciones con ciertos grados de inestabilidad, mercados estables y mercados con situación inestable, la dificultad de coordinar todos los fines es evidente e incluso puede hacerse la reflexión de que hasta qué punto es lógico, coherente y justo pretender relacionar los precios de los mercados con las coberturas y objetivos de la previsión social cuando es posible que lo que en otros momentos hubiese sido considerado razonable hoy no puede tener ese tratamiento. Además, los máximos estudiosos en los mercados coinciden en las dificultades crecientes de las autoridades monetarias para normalizar y disciplinar los mercados financieros.

Por todo lo anterior, consideramos que es preciso recordar las distinciones entre precio y valor, puesto que el mercado de precios y las inversiones son en función del valor que tienen para el cumplimiento de los fines de previsión social.

El valor de un título es una estimación que exige un proceso de cálculos, estudios e imputaciones, así como la consideración de elementos subjetivos dependientes de la actividad en que se está y de la utilidad que proporciona.

El precio o cotización es el resultado de una negociación entre dos partes, oferente y demandante.

En consecuencia, puede darse:

Valor o utilidad \geq Precio o cotización.

Si el mercado es eficiente, el valor del título obtenido mediante el análisis fundamental y el precio de cotización deberá estar próximo, pero puede ocurrir que existan diferencias entre valor y precio positivas o negativas, y ello sirve de indicador para que en caso de tener que enajenar títulos por necesidades de liquidez se produzcan plusvalías o

minusvalías. Con el fin de tener una idea clara del tipo de riesgo que se asume (positivo o negativo) y tomar las correspondientes precauciones es conveniente efectuar el correspondiente seguimiento entre la serie valor y la serie precio, y ver sus comportamientos.

En cuanto a cuestiones especiales, como las que plantean la movilización de derechos consolidados (tanto de salida como de entrada), en donde debe primar el principio de que el fondo no debe perder con los movimientos en una primera aproximación como evaluación de las cuantías que generan los derechos consolidados, se propone como importe de salida el menor entre el precio de mercado para el vendedor de títulos y la cuantificación del mismo según el método de valoración en el fondo de pensiones.

La propuesta se fundamenta en que el derecho consolidado es una medida para seguir el grado de cumplimiento que se tendrá cuando se llegue al momento del cobro de prestaciones según las previsiones efectuadas. La movilización supone una ruptura drástica respecto del diseño, por lo que la cuantía de lo que se movilice deberá estar vinculada a lo que se obtenga en la realización de los títulos que se corresponda con sus derechos consolidados.

En caso de entradas, se deberá plantear la situación equivalente; no obstante, creemos que debe entrarse en el análisis de caminos y características concretas.

Por encima de cualquier discusión, análisis y razonamiento, entendemos que el mercado financiero nunca debe ser elemento que dirija la edad de jubilación normal o anticipada, ni instrumento para facilitar expedientes de regulación de empleo (reiterar el objeto).

Propuesta que se efectúa en las páginas siguientes:

Esquema básico para ser desarrollado, debatido y particularizado con la amplitud, rigurosidad y detalle necesarios para dar respuesta al objeto de la previsión.

Dentro de estos límites, interesan las referencias a los valores mobiliarios del mercado, tanto de renta fija como de renta variable y a corto plazo como a largo plazo.

El caso de la valoración de inmuebles requiere por sí solo un tratamiento a su medida.

Criterios de valoración

El artículo 37 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, en su punto 1, se refiere, sin explicitar, a los activos en los que se materializa la inversión de los fondos para dar normas de tipo general, cuando probablemente, y debido a sus peculiaridades y objetivos, deberían haberse considerado las distintas clases de valores (renta variable,

renta fija pública, renta fija privada, títulos intermedios, como son obligaciones con índices, participes y convertibles, letras y pagarés), porque cada clase de títulos tiene mejor acomodo a los objetivos concretos de las inversiones tanto para el corto plazo como para el largo plazo.

En el caso que nos ocupa, debe tener mayor importancia, por el objeto de la previsión, para el largo plazo la Deuda Pública (con sus distintas denominaciones) y la renta fija privada que reúna los requisitos para cobertura de reservas; mientras que para el corto plazo, y pensando en los movimientos tesoreros, es conveniente pensar sobre todo en las Letras del Tesoro o equivalentes.

Por tanto, consideramos que las valoraciones deben referirse a tipos de valores concretos, y es poco conveniente intentar una normativa general, aunque al final se marquen determinadas especificaciones.

En consecuencia, debe distinguirse entre valores de renta variable, Deuda Pública, valores de renta fija, letras y pagarés.

1. Valores de renta variable

1.1. Renta variable cotizable

Como principio general se considerará el precio de mercado de un determinado período de tiempo, cuya amplitud dependerá de la calidad de los títulos y de sus comportamientos históricos, así como de la situación estable o inestable de los mercados; por tanto, se distinguirá:

a) Mercados estables y títulos con cotización histórica estable.

Se tomará como precio de cotización el promedio de las cotizaciones de los últimos tres meses, porque puede ser más representativo que la del último día.

b) Mercados estables y títulos con cotización histórica con grados de inestabilidad.

Se tomará como precio de cotización el promedio de las cotizaciones de un período considerado, a estos efectos, a largo plazo. Este período puede ser desde un mínimo de 8 meses hasta un máximo entre 12 y 15 meses.

c) Mercados inestables y títulos con cotización histórica estable.

Si el mercado es inestable y está en fase de crecimiento de cotizaciones, no parece prudente considerar como período de cotización el promedio indicado en el apartado a), porque no se tienen garantías de que la nueva tendencia continúe, e incluso puede ser normal que existan cambios temporales de tendencia. Para estas situaciones parece razonable considerar como precio el de los tres meses anteriores al cambio de tendencias.

Temporalmente, la diferencia entre el precio asignado y

el precio de mercado juega el papel de una reserva latente.

Si el mercado es inestable y está en fase de caída de cotizaciones, por motivos de prudencia parece razonable provisionar las potenciales minusvalías.

d) Mercados inestables y títulos con cotización histórica con grados de inestabilidad.

Prohibir nuevas compras y las carteras valorarlas ampliando los períodos de observación.

Además de todo lo expuesto, y teniendo en cuenta el objetivo de títulos que permanecerían períodos largos de tiempo en la cartera de renta variable, la política de reparto de dividendos que se siga puede influir tanto o más que las propias dinámicas del mercado.

1.2. Renta variable no cotizable

Con carácter general, se necesitará autorización previa por el órgano de control para efectuar este tipo de inversiones. La solicitud deberá acompañar estudio económico suficiente para demostrar la aptitud de esos títulos para el objeto de la previsión y sustentar cuál es su justiprecio.

El precio que se asigne a estas acciones seguirá los métodos normales de legislación mercantil y contable.

1.3. Renta variable que se excluye de la cotización bursátil

Con carácter general, la exclusión de bolsa debe conducir a que los títulos sean vendidos en el período previo a la exclusión, salvo que se pudiesen aplicar excepciones equivalentes al caso anterior.

2. Valores de renta fija

Se presupone que la adquisición de valores de renta fija, y sobre todo Deuda Pública, tiene el carácter de inversiones que durarán hasta la amortización.

Sólo excepcionalmente suelen enajenarse parte de las carteras por motivos de liquidez, porque no se han hecho las previsiones tesoreras con la anticipación debida o porque se producen algunas necesidades mayores.

Salvo el motivo liquidez y habida cuenta que los valores tienen la suficiente seguridad, no está justificada en ningún caso la venta de títulos de esta especie para comprar títulos de la misma especie, pues ello conducirá fundamentalmente a generar costes adicionales en las compraventas.

La renta fija tiene como objeto esencial para el inversor adquirir la renta de los intereses, primas y otros rendimientos, así como recuperar el principal en la forma prevista en el contrato de emisión. Es decir, se trata de una inversión en

donde los flujos futuros esperados tienen el carácter de cierto (Deuda Pública) o casi cierto (restantes). Por tanto, entendemos que la valoración de los títulos de renta fija debe basarse en el denominado análisis fundamental; es decir, el valor de los títulos será el valor actualizado de los ingresos netos futuros a un tanto de evaluación, que en principio debe ser el tanto efectivo activo o tanto interno del inversor en la misma emisión.

Este planteamiento dirigirá a que las valoraciones den unas series históricas estables que son consecuencia de la utilidad que tienen estos títulos a los fines de previsión social, y esta utilidad no aumenta ni disminuye por el hecho de que el precio de mercado de un momento no coincide con el valor del título. Esta separación sólo es un indicador de si en un momento determinado es necesario vender parte de la cartera por motivos de liquidez; es decir, se resalta el grado de riesgo de desviación que puede tenerse. Si la desviación es positiva se produce una ganancia que no crea dificultades, y en caso de ser negativa conviene analizar si existen medios de financiación temporales cuyos costes financieros pueden ser o no inferiores a la desviación entre el valor del título y el precio de mercado.

Vigilar la trayectoria de las cotizaciones del mercado y compararlas con las valoraciones del análisis fundamental debe ser una obligación para tomar las adecuadas decisiones con la anticipación requerida.

La propuesta es plenamente válida para todos los títulos con cotización en mercado y la única para los que no cotizan en el mercado, porque en este último caso las posibles alteraciones surgirían como consecuencia de las garantías establecidas.

3. Valoración de letras, pagarés y otros títulos de mercado a corto plazo

Las características de estos títulos nacidos para el corto y muy corto plazo, en donde ya se presupone que la coyuntura les afecta porque son productos financieros coyunturales, hacen que la propuesta sea tomar como valor del título el precio de la última cotización que tienen en el mercado.

4. Valoración de inmuebles

Nos remitimos a la Orden de 30-XI-1994.

5. Valoraciones para situaciones especiales: movilización de derechos

Exigen un examen detallado y profundo de todas las características que puedan plantearse, pues cabe citar:

- a) Movilización de derechos consolidados, distinguiendo: salidas hacia otro fondo y entradas desde otro fondo.
- b) Planes de aportación definida y de prestación definida.
- c) Planes de empleo, planes asociados y planes individuales.

y combinaciones entre los casos citados.

Como principio general debe tomarse que cualquiera que sea la propuesta que se arbitre debe estar justificada, y no generar pérdidas a los partícipes que continúan en el fondo. ■

