



Informe sobre la modificación del sistema actual de valoración de activos de fondos de pensiones de empleo a precio de mercado: “valoración a vencimiento”.

23 de julio de 2009

Los activos financieros, en general, están obligados a valorarse diariamente a precio de mercado, excepto aquellos que por la naturaleza que les es propia dicha valoración deba hacerse con una periodicidad superior, en muchos casos, mensual.

Comisiones Obreras viene defendiendo que la valoración a precio de mercado, que exige la normativa española desde 1994, no resulta coherente con la naturaleza de ahorro a largo plazo de los planes de pensiones de empleo, con graves consecuencias para los partícipes de los mismos, tanto en términos de volatilidad como de nivel de prestaciones.

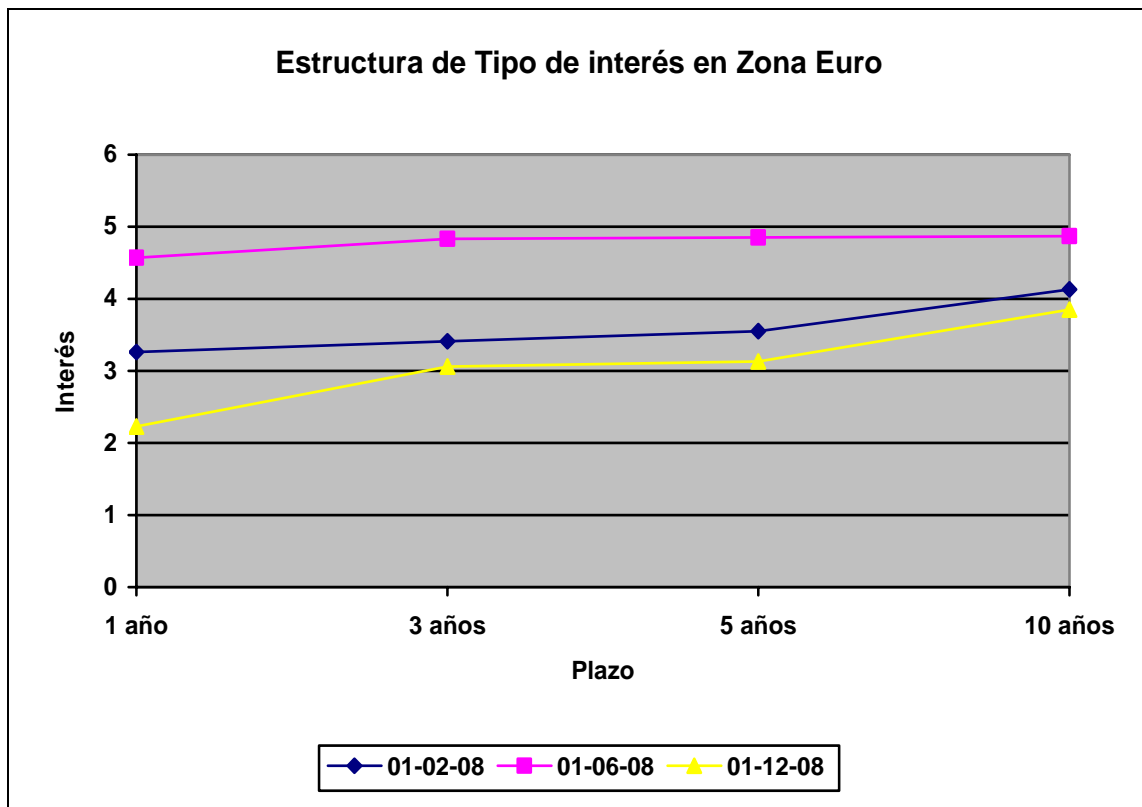
Ya en la reforma del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones en 2004, que dio lugar al Real Decreto 304/2004, se habilitó, a propuesta entre otros de Comisiones Obreras, al Ministro de Economía y Hacienda para desarrollar, mediante Orden Ministerial, *“métodos especiales de valoración de títulos de renta fija en atención a su permanencia en el balance del fondo... para los fondos de pensiones de empleo”* (Artículo 75.6 R. D. 304/2004). Sin embargo, a pesar de nuestra insistencia, este desarrollo no se ha realizado, lo que ha llevado a los, anteriormente citados, resultados de minusvalías y volatilidades.

Durante los últimos meses hemos visto volatilidades históricamente altas tanto en la renta variable como en la renta fija, especialmente en la emitida por las corporaciones. En estos meses, la credibilidad del valor de mercado como valor razonable ha quedado seriamente dañada. Sin ir muy lejos caben destacar casos como el de Volkswagen, título perteneciente al Eurostoxx 50, el principal índice de Renta Variable de la Zona Euro, que en catorce sesiones, entre octubre y noviembre de 2008, bajó su precio desde 398 euros a 210 euros - casi el 50% - para elevarse a casi 1.000 euros y acabar en el mismo punto.

El ejemplo anterior puede parecer exagerado, pero similares movimientos se han visto en otros componentes de los principales índices de renta variable. Los valores de renta fija también han sufrido

importantes variaciones en el precio. Si bien esta crisis puede entenderse excepcional por su intensidad no es menos cierto que no lo es en cuanto a la existencia de movimientos de ida y vuelta, ya que los mercados financieros se mueven por expectativas, no siempre bien fundadas.

Por ello, y con el objetivo de dotar de mayor estabilidad al sistema, tanto la Comisión Europea como el organismo estadounidense Financial Accounting Standards Board (FASB) que regula las normas FAS, las homólogas a las Normas Internacionales de Contabilidad, han permitido flexibilizar las normas de valoración, al entender que el precio de mercado no recoge la valoración de la empresa y los títulos emitidos.¹



Hay que recordar que los activos de renta fija padecen dos tipos de riesgos: por un lado, el de tipo de interés - es decir de la valoración que hace el mercado al descontar unos flujos conocidos - y, por otro, el de riesgo de crédito - el riesgo de que el emisor no haga frente al pago, o al menos la percepción que tiene el mercado de dicho riesgo -.

¹ Decisión de la Comisión Europea de 13 de octubre de 2008 y de Financial Accounting Standards Board de 2 de abril de 2009.

Para afrontar estos riesgos, la comisión de control y la entidad gestora de los planes de pensiones de empleo deben gestionar la duración y la calificación crediticia de la cartera, respectivamente. Respecto a la primera de ellas, debe recordarse que la duración es una medida de sensibilidad del valor que el mercado da a la cartera ante una modificación de los tipos de interés.

Así, el año pasado la valoración de la cartera bajó en el primer semestre para volver al punto de arranque al final del año. Este movimiento no fue en absoluto neutro, sino que tuvo importantes repercusiones para los fondos de pensiones de empleo. En primer lugar, los partícipes que dejaron el fondo de pensiones perdieron un dinero que de haberse mantenido en el mismo hubiesen recuperado y, en segundo lugar, los fondos de pensiones se gestionaron con una duración extraordinariamente baja, por el riesgo de tipo de interés.

Si nos fijamos en la curva de diciembre de 2008, vemos que los fondos de pensiones están renunciando a más de un punto y medio de rentabilidad, por situarse en un lugar de la curva donde la sensibilidad de la valoración de los flujos, predeterminados y en la gran mayoría de los casos ciertos, que hace el mercado a la variación de los tipos de interés sea baja. Esto ha sido una máxima durante los últimos años, una vez agotado el proceso de convergencia de tipos españoles a los europeos.

Frente a esta valoración, entendemos que, al igual que otros instrumentos de ahorro colectivo, los fondos de pensiones con movilidad limitada, es decir, aquellos del sistema de empleo deberían poder valorar una parte importante de la cartera, mayor o menor en función del colectivo, atendiendo a un criterio de vencimiento. En los contratos de seguro, más del 61% de la cartera de renta fija está valorada bajo este criterio.

La proporción de la cartera a valorar a vencimiento, dependerá de la estructura del colectivo. En este punto la función del actuario ordinario y/o revisor es fundamental, tal como es en la actualidad para fijar el porcentaje de liquidez que requiere un fondo de pensiones para hacer frente a las necesidades diarias de pagos de prestaciones y otros compromisos.

Las ventajas de este tipo de valoración son altamente intuitivas. La mayoría de los fondos de pensiones de empleo tienen establecida en su política de inversión un objetivo de inversión consistente en mantener el poder adquisitivo de estos salarios diferidos más un diferencial. En un escenario como el actual, que por temor a una subida de tipos, la duración de la renta fija es mínima y, por tanto, su rentabilidad esperada es

baja e insuficiente, ésta debe ser compensada por la renta variable, añadiendo volatilidad al fondo de pensiones.

En cambio, si al fondo de pensiones se le permite valorar a vencimiento podrá desplazarse a lo largo de la curva, buscando un mayor plazo y con ello mayor rentabilidad esperada y más estable, disminuyendo los activos con mayor riesgo y, por tanto, optimizando el binomio rentabilidad-riesgo.

Igualmente se reducirán los costes de intermediación, al disminuir el número de operaciones.

Ciertamente, la utilización de estos criterios de valoración requiere de un nivel de regulación importante, en temas tales como activos aptos, porcentaje de cartera que se puede valorar bajo este criterio en función de los colectivos, supuestos de desclasificación, etc.

En definitiva, aún con algunos puntos complejos, pero fácilmente resolubles, la valoración atendiendo a criterios de vencimiento presenta grandes ventajas en términos de rentabilidad y menor volatilidad. Esta valoración sí esta permitida para las entidades de crédito y de seguros, entre ellas las propias mutualidades de previsión social complementaria, por lo que la imposibilidad de ser utilizada por los planes de pensiones de empleo, tanto de prestación definida como de aportación definida, constituye una discriminación injustificada, máxime cuando utilizando algún producto de alguna de las entidades anteriormente citadas, pueden acceder al mismo criterio de valoración, pero con un mayor coste y con menores derechos.²

² Así por ejemplo, los planes de prestación definida pueden ser asegurados con pólizas que casan flujos, con lo que garantizan un tipo de interés, contabilizándose en el activo del plan de pensiones, por el valor de las provisiones matemáticas, es decir el valor actual de las prestaciones menos las aportaciones futuras, utilizando el tipo de interés de la base técnica como tasa de descuento. Si algún partícipe decide movilizar el plan, recibe a cambio, en la mayoría de los casos, un importe que es el menor del valor de la provisión matemática y el valor de realización de unos activos, teóricamente afectos a la póliza pero desconocidos por el tomador de ésta, es decir, por la Comisión de Control y seleccionados por la entidad aseguradora, por lo que el importe de la movilización depende de la situación de los mercados y de la honorabilidad de la entidad aseguradora.