

VALUACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIÓN

COMISIÓN TÉCNICA DE INVERSIONES DE LA AIOS¹

1. OBJETIVO DEL TRABAJO

El presente trabajo tiene como objeto coordinar los criterios de valuación vigentes en los distintos sistemas de Fondos de Pensión supervisados por las instituciones asociadas a la AIOS.

En esta primera etapa, se realiza una exposición genérica de los criterios de valuación adoptados. Se espera en documentos posteriores abordar la experiencia de cada país, exponiendo específicamente cada instrumento financiero transado en los mercados admitidos.

2. IMPORTANCIA DEL TEMA

Uno de los procesos financieros más importantes en el sistema de pensiones es el relacionado con la valuación de los activos que componen las carteras de inversión en las que se invierten los recursos para el retiro y la determinación del precio de la acción o valor de la cuota representativa de su capital. De dicho proceso dependen tanto la cuantificación del rendimiento obtenido como el saldo que registran las cuentas individuales de los afiliados.

Por lo anterior, una correcta valuación constituye un valioso instrumento que permite a los afiliados acceder a una rentabilidad competitiva de mercado, con apego a reglas de inversión claramente especificadas y debidamente supervisadas, lo que favorece la conformación de pensiones destinadas a garantizar un retiro digno para el momento de su jubilación.

En este sentido, la valuación se convierte en pieza clave de un sistema de pensiones de capitalización individual, ya que el valor de los instrumentos financieros permite conocer el impacto en las cuentas individuales, el desempeño de los fondos y medir el riesgo de la cartera de inversión. En consecuencia, se considera de vital importancia realizar una correcta valuación, a fin de dar seguridad y transparencia al manejo de los recursos acumulados, propiedad de los afiliados.

La valuación de los instrumentos permite conocer y/o evaluar:

- Las pérdidas y ganancias derivadas de una posición de valores
- El valor del fondo y desempeño financiero logrado
- Los saldos diarios de las cuentas individuales
- El riesgo inherente a la cartera de inversión
- El cumplimiento del régimen de inversión

¹ Publicado en Revista Internacional de Fondos de Pensiones N° 1 de Noviembre de 1999.

Por lo tanto, desde el punto de vista interno de cada país, las normas de valuación deben intentar reflejar el valor real de los activos integrantes de la cartera de inversiones, siendo deseable la existencia de un criterio único para cada país a efectos que la información que surja del sistema (participación del mercado, rentabilidad, etc.) sea comparable entre sí y entre los restantes agentes económicos.

Tiene incidencia en el cálculo del valor de la cuota o acciones (precio al que se convierten los ingresos o egresos al Fondo) y puede generar transferencias implícitas entre afiliados, si el mismo está sobre o subvaluado.

Por otra parte, la coexistencia de distintos criterios de valuación para los agentes que concurren al mercado, dependiendo de quién es el organismo de control, puede generar asimetrías que induzcan a la concreción de operaciones no deseadas, distorsionando la operativa bursátil. Ello hace vital la coordinación normativa entre los distintos supervisores del sistema financiero de un país, que permita una clara conciliación de competencias regulatorias y evite conflictos de interés entre los participantes del mercado.

Sin embargo, debe tenerse presente que la función principal del organismo regulador del sistema de pensiones es supervisar el correcto funcionamiento del mismo, siendo secundaria y supletoria la referente al cálculo de los precios de los instrumentos.

Por último, desde el punto de vista internacional, es conveniente la coordinación de los organismos reguladores del sistema de Fondos de Pensión a efectos de perfeccionar sus normas de valuación y, considerando la tendencia a la globalización de los mercados en que actúan las Administradoras, evitar asimetrías cuya consecuencia sea similar a la anotada precedentemente.

Asimismo, una valuación sobre la base de principios comunes favorecería la obtención de indicadores comparables entre los distintos organismos miembros de la AIOS, especialmente aquellos derivados de los cálculos de la rentabilidad.

Se entiende que las normas de valuación deben intentar reflejar el valor real de los activos que componen la cartera, procurando no influir en la toma de decisiones vinculadas a la realización de determinadas transacciones por parte de los agentes institucionales que concurren al mercado.

3. CRITERIOS DE VALUACIÓN

3.1 GENERALIDADES

La valuación es el proceso mediante el cual se obtienen los precios de los diferentes activos financieros que operan en el mercado, a fin de determinar el valor de los activos de una cartera de inversiones.

Pueden identificarse dos tipos de valuación: la valuación a mercado y la valuación teórica. Si el mercado es eficiente, el valor del instrumento debe ser prácticamente el mismo independientemente del tipo de valuación que se elija.

La valuación a precio de mercado debe recoger suficiente información de las transacciones realizadas entre los diferentes agentes, de tal forma que al obtener el precio de la cuota o acción del fondo de pensión, éste refleje su verdadero valor en cada momento.

Aunque este criterio genera una mayor volatilidad que la observada en los fondos cuyos activos se valúan a vencimiento, el valuar a mercado elimina posibles asimetrías en la información, al tener un solo precio de valuación para cada instrumento en cualquier cartera.

En cambio, la valuación a vencimiento no es otra cosa que el cálculo del valor presente de los flujos futuros que se espera recibir del instrumento financiero a partir de su costo de adquisición, lo que implica que no se reconozcan las fluctuaciones del precio del activo en el mercado.

Una valoración a precios de mercado implica que se refleje diariamente las rentabilidades de las inversiones efectuadas, permitiendo evaluar permanentemente el desempeño del administrador de la cartera y tomar mejores decisiones, como por ejemplo: traspasarse de Administradora, acceder a una jubilación o efectuar un ahorro voluntario.

El método de valuación a vencimiento no captura información que puede ser importante, por ejemplo, cambios en el riesgo de no pago por parte del emisor del instrumento que afectan el premio por riesgo requerido por los inversores y en consecuencia, su precio de mercado. Al valorizar a término, dicho riesgo emisor permanece fijo en el valor asignado al momento de la compra.

En la definición de los criterios y procedimientos de valuación, es deseable:

- Reconocer fuentes de información confiables, oportunas y continuas.
- Establecer criterios y lineamientos técnicos para obtener los precios diarios de cada uno de los activos financieros que operan en el sistema.
- Impedir que los recursos de los afiliados se vean afectados por las condiciones financieras y corporativas que pudiera tener una administradora, separando patrimonialmente la administradora del fondo de los activos del fondo
- Valuar, en los casos convenientes, diariamente y a mercado las carteras de inversión, a fin de conocer la evolución de los precios, desempeño de las administradoras, cumplimiento de los límites establecidos por las autoridades (régimen de inversión) y de los requerimientos de capitalización.
- Utilizar un vector de precios uniforme, calculado sobre la base de criterios y lineamientos técnicos y publicado diariamente, incluyendo los precios actualizados de todos los instrumentos financieros negociados en los mercados formales del país o en el extranjero.

- Buscar un procedimiento para calcular una curva intertemporal de precios o de rendimientos (yield curve).
- Para criterios que admitan precios en el mostrador, obtener información de más de un proveedor de precios, lo que asegura mayor transparencia y eficiencia en la asignación de precios.

3.2 CRITERIO GENERAL

Se entiende que el precio de mercado es la forma más adecuada para fijar el valor razonable de un instrumento financiero, a efectos de reflejar fielmente la situación patrimonial en un determinado momento, siendo la cifra por la cual podría intercambiarse un instrumento financiero en una transacción efectuada entre partes independientes.

Dicho criterio se corresponde con la valoración que el conjunto de participantes del mercado da a un determinado instrumento financiero. Asimismo, esta valoración evita transferencias arbitrarias de riqueza entre los afiliados al sistema de pensiones, derivadas de ingresos o egresos de recursos hacia o desde las cuentas individuales, más aún cuando se admiten aportaciones voluntarias de libre disponibilidad. Este valor razonable es el que debería utilizarse en los estados contables.

3.3 EXCEPCIONES

Dado que en ciertas circunstancias no es posible contar con un precio de mercado, pueden admitirse excepciones cuando el mercado no es eficiente, no existan transacciones en el mercado secundario o, existiendo negociaciones, las mismas sean de magnitud considerada insuficiente para fijar un precio.

Los factores a considerar serían: volumen operado, fluctuaciones de los precios con respecto a aquellos observados en el período inmediato anterior, posición de los distintos agentes en el instrumento a valorar, etc.

Por otra parte, cuando no exista precio de mercado en instrumentos financieros que posean diversas estructuras financieras, en forma implícita o explícita, los mismos serán valuados a través de la separación de los componentes financieros identificados. Cada una de estas partes componentes serán valuadas de acuerdo a su naturaleza financiera. De la suma de todas ellas resultará el “precio teórico” del instrumento.

En este caso resultará conveniente poseer una biblioteca de métodos de valuación que permita tratar a cada parte componente como un objeto.

4. CRITERIOS CON RELACIÓN AL PRECIO DE MERCADO

A los efectos de definir los criterios de valuación a precio de mercado, se abordarán los elementos centrales vinculados al mercado de valores relevante.

4.1 COTIZACIÓN DE CIERRE NO PROVENIENTE DE OPERACIONES

En algunas bolsas, la cotización no refiere a operaciones efectivamente realizadas, sino a ofertas de compra o venta finales, sin lograr transacción.

Estas pueden diferir del precio transado precedentemente (en general, cuando ellas lo mejoran: oferta de compra a mayor precio u oferta de venta a menor precio).

Se entiende que la cotización de un instrumento financiero debe provenir exclusivamente de transacciones. En caso que las mismas no se verifiquen en un lapso prudencial, es aceptable el uso de criterios alternativos.

4.2 COTIZACIÓN PROVENIENTE DE OPERACIONES SIN RELEVANCIA

La cotización del instrumento puede provenir de una operación realizada que carece de magnitud material.

Se entiende que debe existir un monto mínimo a partir del cual una transacción se considera válida a los efectos de la valuación. Asimismo, la suma de transacciones, en un día, de un mismo instrumento financiero debe ser mayor a los siguientes guarismos:

- *Un valor relativo, resultado de aplicar un cierto porcentaje de su circulante.*
- *Un valor absoluto fijado previamente.*

Estos valores relativos o absolutos deberán fijarse en función de las condiciones de los mercados financieros relevantes para el instrumento que se pretende valorar.

Asimismo, es aconsejable analizar una combinación de factores como: volumen operado, fluctuación razonable del precio, posición de los distintos agentes.

4.3 COTIZACIÓN SOBRE LA BASE DEL PROMEDIO DE OPERACIONES O DE LA ÚLTIMA OPERACIÓN

Existen varios criterios factibles: último hecho, promedio ponderado, subasta primaria, oferta pública, interpolación o extrapolación, filtros o cotas mínimas y máximas. La decisión depende en gran medida de los mercados financieros existentes en cada país.

Se entiende que el precio de mercado obtenido como promedio ponderado diario de transacciones permite reflejar mejor el peso específico de los precios registrados para formar el precio relevante.

No obstante, es conveniente que el órgano de contralor se reserve el derecho a eliminar, en forma excepcional, determinadas operaciones en oportunidad de la determinación del valor de mercado, cuando entienda que no responden al normal proceso de fijación de precios, teniendo siempre presente la opinión de los organismos u autoridades encargados del control de la operativa bursátil. Una operación "aceptada" por el mercado difícilmente pueda dejar de ser considerada.

4.4 COTIZACIÓN DEL DÍA O DE UN PERÍODO MÁS EXTENSO

Algunos órganos de control pueden entender que los precios de las operaciones de un día pueden llegar a manipularse.

Esto puede desalentarse si se considerara un período más extenso, aunque ello podría provocar problemas de arbitraje, en la medida que diluye la información más reciente de las condiciones del mercado. Pueden determinarse diferentes períodos para distintos tipos de instrumentos en función de su liquidez en el mercado

Se entiende que los criterios de valuación deben partir de las transacciones del día.

4.5 MONEDA DE LA VALUACIÓN

En ciertos países, se verifica una alta dolarización de la economía y la mayoría de los instrumentos financieros están nominados en moneda extranjera, siendo relevante analizar la obligatoriedad de su conversión a moneda nacional, en función del marco normativo de cada país.

Se considera que las normas deben especificar cómo se llevan a cabo los arbitrajes a la moneda relevante desde las diferentes monedas o unidades de cuenta, de preferencia con aplicación uniforme para todos los intermediarios del sistema financiero.

Asimismo, a efectos de su comparación internacional, debe tenerse presente la necesidad de obtener indicadores de rentabilidad en una unidad común.

4.6 MERCADO RELEVANTE

Con relación a los valores de oferta pública, se pueden observar las siguientes variantes:

- valores que sólo cotizan en una bolsa u OTC.
- valores que cotizan en varias bolsas u operadores OTC, siendo relevante la operativa en uno o en un subconjunto menor al total.

Los criterios de valuación pueden considerar el precio de mercado determinado por:

- las operaciones efectuadas en todos los mercados de valores formales admitidos.
- solamente las efectuadas en los mercados relevantes.
- la elección de cada entidad supervisada del mercado a ser considerado.

Se entiende que el criterio de valuación debe considerar el promedio ponderado de la totalidad de los mercados en que las Administradoras pueden efectuar sus operaciones.

4.7 VALORES QUE COTIZAN EN EL EXTRANJERO

En el caso que sea admitido operar con mercados internacionales, sea en valores emitidos localmente o en valores emitidos por instituciones del exterior, pueden verificarse dos situaciones diferentes, según que los valores sólo coticen en el exterior o que coticen también localmente.

4.7.1 VALORES QUE SOLO COTIZAN EN EL EXTERIOR

Puede darse el caso que el valor cotice sólo en una bolsa de valores o en varias, como que su operativa sea estrictamente OTC.

Se entiende que:

- *Si el valor cotiza en un único mercado de valores, se valorará sobre la base de las transacciones observadas en el mismo.*
- *Si cotiza en varios, debe adoptarse un criterio estable en el tiempo tomando en consideración elementos tales como la relevancia de cada uno de ellos, su situación con relación a la entidad supervisada, la registración del valor, la facilidad de acceso a la información, si dichos mercados de valores pertenecen a uno o más países, etc.*
- *Cuando el valor tiene una operativa relevante OTC, es admisible considerar el precio fijado por un operador, o conjunto de ellos, con reconocimiento internacional.*

4.7.2 VALORES QUE COTIZAN EN EL EXTERIOR Y LOCALMENTE

En este caso, debe determinarse si la preeminencia a efectos de valuación corresponde al mercado local o internacional.

Se entiende que:

- *Si el mercado local cuenta con precios arbitrados con los del mercado relevante, la valuación provendrá del precio promedio verificado en sus transacciones.*
- *Si el mercado local es de escasa relevancia o ineficiente, la valuación puede considerar los precios en los mercados de valores extranjeros, adoptando los criterios indicados en el numeral anterior de acuerdo a los elementos de juicio anotados, pudiendo también incluir las transacciones que se verifiquen en el mercado local.*

4.8 VALIDEZ EN EL TIEMPO DE LA COTIZACIÓN

Resulta importante analizar el tiempo transcurrido entre el momento de fijación del precio en un mercado y el de la valuación, plazo que dependerá de la situación de cada país,

a efectos que los precios de valuación no se distancien significativamente de un valor razonable de realización.

Se entiende que después de un breve lapso sin que el valor registre operativa relevante los criterios de valuación deben considerar pautas alternativas. La determinación del período máximo para cada tipo de instrumentos depende de la liquidez de los mismos en el mercado.

4.9 VALORES FÍSICOS O ESCRITURALES

Pueden coexistir valores emitidos tanto en la modalidad física como escritural, lo que puede implicar diferentes precios en consideración a sus respectivos costos implícitos.

Se entiende que cada modalidad de emisión para un mismo instrumento debe valuarse según lo dictamine el mercado. Cuando, para una de las modalidades, no pueda calcularse un precio de mercado sobre la base del criterio de lo transado, es admisible que asuma el precio de la restante modalidad.

5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

- El precio de mercado es la forma más adecuada para fijar el valor razonable de un instrumento financiero, a efectos de reflejar fielmente la situación patrimonial en un determinado momento, siendo la cifra por la cual podría intercambiarse un instrumento financiero en una transacción efectuada entre partes independientes.
- Corresponde valuar a precio de mercado, todo valor que tenga operativa dentro de al menos uno de los mercados formales admitidos y provendrá exclusivamente de transacciones efectivamente realizadas.
- Se entenderá que un valor tiene operativa en los mercados cuando la suma de transacciones del día en dicho instrumento financiero sea mayor a un valor relativo, resultado de aplicar un cierto porcentaje de su circulante y/o a un valor absoluto fijado previamente.
- Estos valores relativos o absolutos deberán fijarse en función de las condiciones de los mercados financieros relevantes para el instrumento financiero que se pretende valuar.
- Cada modalidad de emisión para un mismo instrumento debe valuarse según lo dictamine el mercado. Cuando para una de las modalidades no pueda calcularse un precio de mercado, es admisible que asuma el precio de la restante modalidad.
- El precio de mercado se calculará como la cotización promedio ponderada de las transacciones del día verificadas en la totalidad de los mercados de valores formales admitidos, especificando cómo se llevan a cabo los arbitrajes a la moneda relevante.

- Si el mercado de valores local es relevante, la valuación provendrá del precio promedio verificado en sus transacciones. En caso contrario, cuando sea admisible operar en mercados de valores extranjeros, la valuación puede incluir los precios en los mismos.
- Después de un breve lapso sin que el valor registre operativa relevante, los criterios de valuación deben considerar pautas alternativas. La determinación del período máximo para cada tipo de instrumentos depende de la liquidez de los mismos en el mercado.
- Serán admisibles criterios alternativos de valuación cuando el mercado no es eficiente, no existan transacciones del instrumento dentro de al menos uno de los mercados admitidos o existiendo negociaciones, las mismas sean de magnitud considerada insuficiente a efectos de una correcta formación de precio.
- La adopción de un criterio alternativo debe considerar factores como: volumen operado, fluctuaciones de los precios con respecto a aquellos observados en el período inmediato anterior, posición de los distintos agentes en el instrumento a valorar, etc.
- Los criterios alternativos a adoptar, cuando no pueda obtenerse un precio de mercado, se definirán, en orden preferencial, sobre la base de:
 - a) Un valor actual sobre la base de la tasa de mercado requerida para dicho instrumento, o curva de tasas de interés teóricas, cuando se disponga de las mismas.
 - b) En el caso de instrumentos financieros que posean diversas estructuras financieras, en forma implícita o explícita, los mismos deberían valuarse a través de la separación de los componentes financieros identificados. Cada una de estas partes componentes sería valuada de acuerdo a su naturaleza financiera. De la suma de todas ellas resultaría el “precio teórico” del instrumento.
 - c) La última cotización existente actualizada sobre la base de un índice relevante, prefijando su forma de cálculo.
 - d) Para valores con operativa relevante en el mostrador, el precio fijado por operadores de reconocida presencia internacional o el indicado en las pantallas internacionales (Bloomberg, Reuters, etc.).
 - e) Su precio de adquisición, estableciendo una convergencia paulatina hasta su vencimiento, lineal o geométrica, respecto a su valor nominal.

Quando las transacciones de determinados instrumentos financieros adquieran la profundidad y liquidez necesarias, deberían revisarse los criterios alternativos de valuación adoptados.

GLOSARIO

Instrumento financiero:

Es cualquier contrato que da origen tanto a un activo financiero del tenedor, como a un pasivo financiero o participación en el capital del emisor.

Precio de mercado:

Es la cantidad que se puede obtener de la venta de un instrumento financiero en un mercado activo.

A los efectos de este trabajo, se define como precio de mercado, aquel proveniente de transacciones realizadas en los mercados de valores formales.

En función de las características de los mercados, puede ser más acertado definirlo como el precio de cierre promedio ponderado observado en las bolsas admitidas o de alguna de éstas si el instrumento tiene operativa relevante en el mismo.

Valores:

Activos financieros.

A los efectos de este trabajo, se precisará la definición: valores son los bienes o derechos transferibles incorporados o no a un documento, que cumplan con los requisitos que establezcan las normas vigentes. Los mismos podrán representarse por medio de títulos o registrarse mediante anotaciones en cuenta, denominándose en este caso valores escriturales.

Oferta pública:

Es la invitación dirigida al público en general o a ciertos sectores o a grupos específicos, a efectos de adquirir valores.

Bolsas de Valores: Son aquellas entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros los medios necesarios para realizar eficazmente sus transacciones en valores.

A los efectos de este trabajo, sólo se consideran los mercados oficiales de bolsas de valores supervisadas por los órganos competentes del país en que operan.

Intermediarios: Son las personas físicas o jurídicas que realizan en forma profesional y habitual operaciones de corretaje, de comisión u otras tendientes a poner en contacto a oferentes y demandantes de valores de oferta pública.

Los intermediarios miembros de una bolsa de valores se denominan "Corredores de Bolsa", mientras que aquellos que no lo son se denominan "Agentes de Valores".

En principio, todo intermediario de valores autorizado a operar con las administradoras de fondos de pensión debe ser miembro de al menos un mercado autorregulado.

Cuando sea permitido operar con "Agente de Valores", es deseable la existencia de garantías depositadas por las transacciones que realice, proporcionales a los montos negociados. De no constatarse las mismas, resulta conveniente crear un sistema de "calificación de agentes" sobre la base de volúmenes transados (en general y con las administradoras en particular), experiencia previa, calidad de gestión, vínculos internacionales, sanciones aplicadas, etc.

Transacciones:

Son las operaciones efectivamente realizadas en los mercados de valores formales (bolsa de valores).

A juicio del regulador, en consideración de las características propias del país, es admisible considerar los precios en el mostrador ("over the counter" – OTC).

Cotizaciones:

Son los precios de los instrumentos financieros que figuran en los boletines oficiales de las bolsas de valores.

Cuando se admitan los informados por operadores OTC internacionalmente reconocidos, es razonable fijar criterios para su selección (experiencia internacional, presencia en los mercados, solvencia, difusión de los precios, divulgación de metodologías utilizadas, etc.)

Mercado primario:

Es el mercado que se verifica en oportunidad de la emisión u oferta pública del instrumento.

Se perfecciona cuando ocurre, con anterioridad a la conformación del mercado secundario, al menos una de estas situaciones:

- Colocación directa del emisor a través de una bolsa de valores.
- Adquisición de toda o parte de la misma por un intermediario de valores (underwriter), través de un contrato de suscripción.
- Venta de dicho intermediario de valores a otros suscriptores de la emisión.
- Venta de dichos suscriptores a terceros.

Para que sea admitido para las administradoras de fondos de pensiones, un requisito adicional es que la convocatoria a participar sea efectuada a todas ellas en estricta igualdad de condiciones y que la asignación posterior, cuando corresponda, sea proporcional a lo solicitado.

Mercado secundario:

A efectos de este trabajo sólo se considera el mercado secundario formal, o sea aquel en que compradores y vendedores están simultánea y públicamente participando en forma directa, o a través de un intermediario de valores, en las transacciones de un valor.

Asimismo, sólo serán considerados los mercados admitidos para que las Administradoras desarrollen su operativa, según los habilite el organismo competente.