

EVALUACIÓN DE LA GESTIÓN DEL PATRIMONIO DE LAS E.P.S.V.s: ESTUDIOS PRELIMINARES Y PROPUESTAS

JOSÉ ANTONIO GONZÁLEZ RODRÍGUEZ

Socio-consultor de Pensiones y Previsión Social
Sociedad de Asesores, S.L.

ROSA MARÍA AHUMADA CARAZO

Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales
Departamento de Economía Financiera II
U.P.V./EHU

ABSTRACT

El trabajo que presentamos reflexiona sobre las medidas que la literatura financiera ha propuesto en el campo de la evaluación de la gestión de los patrimonios y su aplicación a las Entidades de Previsión Social. Así, y después de analizar el ámbito en el que este tipo de medidas se han desarrollado y su significado, indagaremos sobre su idoneidad para la evaluación de la gestión del patrimonio de las Instituciones de Previsión Social. El estudio realizado apunta la existencia de algunas deficiencias para este tipo de patrimonios.. Las Entidades de Previsión Social Voluntaria será el marco elegido para proponer unas medidas de evaluación de la gestión específicas.

Aurkezten dugun lanak ondareen kudeaketaren ebaluazioaren esparruan finantzen literaturak proposatu dituen neurriez eta Gizarte Aurreikuspeneko Erakundee-tan aplikatzeaz hausnarketa egiten du. Horrela, eta neurri mota horiek garatu dituzten esparrua eta horien esanahia aztertu ondoren, Gizarte Aurreikuspeneko Erakundeen ondarearen kudeaketaren ebaluazioa egiteko egokiak diren aztertuko

dugu. Egindako azterketak ondare mota hauetan hainbat gabezia daudela seinalatu du. Borondatezko Gizarte Aurreikuspeneko Erakundeak kudeaketa bereziak ebaluatzeko neurriak proposatzeko hautatutako esparrua izango da.

■ *This paper reflects on the measures proposed in financial literature in the field of the assessment of assets management and its application to voluntary provident societies. After analysing the setting in which measures of these types have been developed and their significance, we investigate their suitability for assessing the management of the assets of voluntary provident societies. Our study reveals some shortcomings assets of these types. Voluntary provident societies are used as a framework for the proposing of specific management assessment measures.*

1. Introducción

La evaluación de la gestión de patrimonios es un tema de especial interés para el gestor y el inversor, especialmente para el segundo, cuya economía puede verse gravemente afectada por una racha de continuos resultados adversos en la gestión de su ahorro. De esta forma, son muchos los que disgustados por los resultados de la gestión han solicitado el traslado o movilización de sus ahorros a otra entidad que administre su patrimonio, con la consiguiente pérdida de negocio para la gestora inicial. Por todo ello, este tema ha dejado de ser un área que preocupa exclusivamente al inversor para pasar a constituir la fuente de un animado debate entre los gestores de patrimonios, algunas veces injustamente castigados a pesar de haber administrado el ahorro con la diligencia exigible a «*un buen padre de familia*».

Precisamente en esta línea se enmarcan algunas de las novedades legislativas más recientemente publicadas en el campo de las Instituciones de Inversión Colectiva y de Planes y Fondos de Pensiones, sobre el deber de información de la gestora a los partícipes. Por ejemplo, en el caso de los Fondos de Inversión al reconocer el derecho del partícipe a obtener una información completa, veraz, precisa y permanente del Fondo o bien al definir el contenido mínimo de los informes trimestrales y semestrales así como del folleto simplificado. En el caso de los Planes y Fondos de Pensiones este aspecto se plasma en las novedades introducidas por el nuevo reglamento, que introduce medidas orientadas a aumentar el nivel de transparencia e información a los partícipes, por ejemplo, a través de la obligación de realizar una revisión actuarial y financiera al menos cada tres años. Con ello se pretende que el inversor tenga un mayor conocimiento del proceso de inversión y de sus resultados y, en definitiva, sea capaz de evaluar al menos periódicamente la gestión del patrimonio. Es de esperar que el efecto que la demanda social de información ha tenido sobre el legislador para el caso de las Instituciones de Inversión Colectiva y Planes y Fondos de Pensiones, sea objeto de desarrollo en el ámbito de una de las formas de previsión social más populares y extendidas en el País Vasco: Las Entidades de Previsión Social Voluntarias, en adelante E.P.S.V.

La evaluación de la gestión de los patrimonios es un área de investigación cuyos orígenes se remontan a los trabajos de diversos autores, entre los que destacan Treynor, Sharpe y Jensen. En la actualidad esta área constituye un tema habitual en los manuales de finanzas. Son, como veremos, diversos los métodos

o modelos que se proponen en este ámbito. Sea cual fuera el que se decidiera utilizar, es comúnmente aceptado que son de gran utilidad en la dinámica de la relación entre el gestor y el inversor, por diversas causas.

Por un lado, evaluar la gestión del patrimonio proporciona información importante a la hora de depurar o delimitar responsabilidades entre el gestor y el inversor. Este es un tema de especial trascendencia en la gestión del ahorro de previsión social, que ha llevado en los últimos años a que partícipes o socios se planteen reflexionar y explicitar cuatro aspectos importantes: los objetivos de su inversión de previsión, la rentabilidad que necesita, el nivel de riesgo que debe asumir para batir ese objetivo de rentabilidad y, por último, pero no por ello menos importante, su nivel de comodidad en esos niveles de rentabilidad y, sobre todo, riesgo.

Adicionalmente, evaluar la gestión del patrimonio permite al inversor obtener información sobre el grado de cumplimiento de los objetivos establecidos, implícita o explícitamente. También le puede ayudar a estudiar el grado de conexión entre la política de inversiones establecida y el cumplimiento de los objetivos definidos, y de esta forma, analizar la contribución de la política de inversiones establecida al logro de los objetivos.

Por otro lado, la evaluación de la gestión del patrimonio permite analizar la coherencia de la actividad del gestor con los parámetros o filosofía establecida. Sin embargo, son diversos los autores que apuntan que el valor añadido más apreciado por el inversor es el de poder conocer la competitividad de la actividad del gestor. Este último aspecto cuenta con un especial atractivo debido a su novedad: la multigestión en los Fondos de Inversión forma parte de una realidad muy reciente, en el campo de los Planes y Fondos de Pensiones constituye una cuestión que actualmente está en pleno debate.

La evaluación de la gestión de patrimonios es un área que se ha desarrollado especialmente en el campo de los Fondos de Inversión Mobiliarios. Estos patrimonios bien podrían denominarse de carácter no específico, en tanto en cuanto, el ahorro canalizado en estos productos puede destinarse a cualquier fin que no sea exclusivamente la previsión. Las medidas que se pueden emplear para evaluar la gestión de este tipo de patrimonios son diversas, si bien pueden clasificarse en dos grupos: unas parciales y sencillas de cálculo, pero simples en cuanto al alcance de sus resultados, y otras más complejas en cuanto a la información que precisan, y por ello, normalmente más completas.

La evaluación de la gestión de patrimonios que van orientados al logro de unos objetivos determinados, por ejemplo, el caso de las E.P.S.V. y los Planes y Fondos de Pensiones, cuenta con un desarrollo más tardío, probablemente justificado por la mayor complejidad inherente en su gestión. Así, entre las gestoras de este tipo de patrimonios, lo más habitual viene siendo el uso de los modelos o estadísticos desarrollados en el campo de los Fondos de Inversión. Ahora bien, teniendo en cuenta

el carácter finalista de este tipo de ahorro, la gestión no debe ser evaluada únicamente en los términos de las inversiones. Tanto los Planes de Previsión como los Planes de Pensiones deben ser gestionados hacia la consecución de unos objetivos, cuales son alcanzar las prestaciones de jubilación, invalidez y fallecimiento —nacimiento o matrimonio, desempleo, intervenciones quirúrgicas y estancias en clínicas, adicionalmente en el caso de las E.P.S.V.—, en la forma prevista en los estatutos o especificaciones del Plan. Por todo ello, la evaluación en la gestión del patrimonio debiera analizar de forma conjunta la administración del dinero y la evolución de las prestaciones. De esta forma, el estudio de la gestión del patrimonio pasa por el análisis de la «evolución del diferencial» entre la trayectoria del patrimonio y de las prestaciones u obligaciones de la E.P.S.V. y del Plan de Pensiones.

En este mismo ámbito no deberíamos obviar que la evaluación de la gestión de patrimonios, específicos o inespecíficos, debiera conllevar la consideración de otra serie de factores, más allá de los puramente económicos y objetivos. En este apartado se recogen aquéllos de tipo cualitativo, por ejemplo la atención e información suministrada al inversor, la experiencia o formación financiera, el volumen de patrimonio gestionado, la tecnología empleada y medios de información de que dispone el gestor, el nivel de la organización del gestor, la actitud ante el riesgo del inversor, etc. Este abanico de factores no será fuente de reflexión en esta publicación por no ser objeto principal del estudio.

2. Medidas de evaluación de la calidad en la gestión de patrimonios inespecíficos

La evaluación de la calidad de la gestión de patrimonios es un área de continuo debate, en el que no es muy habitual llegar a una postura única o consensuada, todo ello principalmente debido a que es función de las expectativas del inversor. Además, no todos los inversores valoran de igual forma la evolución de su ahorro. Así, algunos se centran en el rendimiento, otros en cambio, prestan una especial atención al riesgo, mientras que algunos evalúan la relación rentabilidad riesgo, o consideran aspectos cualitativos, etc. En esta misma línea, las medidas que se proponen para la evaluación en la calidad de la gestión de este tipo de patrimonios se centran en el rendimiento, el riesgo y en índices que analizan conjuntamente el riesgo y del rendimiento de la inversión.

2.1. Medidas de rendimiento

El rendimiento es una de las variables más consideradas en la valoración de las inversiones, de hecho, muy habitualmente ésta información es la única demandada por el inversor. Son diversos los métodos que se pueden emplear para calcular el rendimiento de las inversiones. En cualquiera de los casos, las diferen-

tes medidas de rentabilidad se obtienen a partir de la variación de valor de los activos en una cartera considerando los dividendos e intereses cobrados y las plusvalías o minusvalías generadas.

El cálculo de la rentabilidad de una inversión fue ya objeto de debate en el CFA Institute, en adelante, CFA. Así, en 1999 la Asociación adoptó una serie de normas internacionales, conocidas popularmente como «*Global Investment Performance Standards*», en adelante GIPS. Los GIPS recogen el procedimiento de presentación y cálculo del rendimiento de las inversiones, con el fin de permitir compararlo entre los gestores sin importar su situación geográfica, de fomentar y facilitar el diálogo entre los gestores de inversiones y sus clientes potenciales. Entre los objetivos de los GIPS se encuentran:

- Conseguir la aceptación internacional de una norma de cálculo y la presentación de los resultados de inversión de una forma fiel y comparable con una información relevante detallada.
- Asegurar la precisión y la uniformidad de los datos sobre el rendimiento de las inversiones a efectos de clientes, contabilidad, marketing y presentación.
- Promover la competencia internacional equitativa entre las sociedades de inversión en todos los mercados sin poner barreras a la entrada de nuevas sociedades.
- Fomentar el concepto de sector «autorregulado» a escala mundial.

Actualmente los estándares acordados en CFA no tienen carácter imperativo para los gestores de patrimonios, si bien cada vez son más los que acreditan en sus informes de gestión estar siguiendo los GIPS en sus protocolos internos de cálculo y publicidad del rendimiento. Ahora bien, en el documento elaborado por el CFA se recomienda *encarecidamente* la certificación, que se supone no se hará obligatoria hasta después del 2005, pudiendo ser exigible antes de esa fecha a través de la adopción de normas nacionales.

La literatura financiera sobre el rendimiento de las inversiones habitualmente apunta tres propuestas para el cálculo del rendimiento: el Rendimiento Total o Absoluto, el Rendimiento Ponderado de la Inversión y el Rendimiento Ponderado por el Tiempo. Siguiendo una de las pautas establecidas en los GIPS, los resultados de la gestión de un patrimonio se deben presentar antes de aplicar las comisiones de gestión y de depósito y después de todos los costes de transacción.

El Rendimiento Total o Absoluto es uno de los métodos comúnmente utilizados para determinar el resultado de la cartera. Este calcula el incremento o decremento que sufre la inversión en el mercado para un periodo de tiempo determinado. Para ello toma el valor final de la inversión menos el valor de inversión inicial realizada. En algunas ocasiones, la inversión devenga entradas y salidas de dinero adicionales, con el consiguiente efecto sobre la rentabilidad. Todo ello

habría que considerarlo sobre el importe de la inversión realizada. De esta forma, el Rendimiento Total o Absoluto se obtendría de aplicar la siguiente fórmula:

$$RT = \frac{V_f - V_i + E - S}{V_i}$$

donde **RT** es el Rendimiento Total o Absoluto, V_f es el valor de la inversión al final del periodo considerado y V_i es el valor de la inversión al inicio, **E** son las entradas de dinero que genera la inversión y **S** son otras salidas de dinero que genera la inversión. Este método de cálculo de la rentabilidad es sencillo de comprender, rápido y fácil de calcular. Ahora bien, no está exento de algunos inconvenientes. Por ejemplo, no tiene en cuenta el efecto del paso del tiempo sobre el valor del dinero. Este aspecto es importante, sobre todo a medida que el horizonte temporal de la inversión a valorar es mayor. Adicionalmente, el resultado así calculado muestra el rendimiento de la inversión para todo el periodo, lo cual puede inducir a error al inversor. Por otro lado, no es apropiado en algunas ocasiones debido a que el inversor habitualmente realiza varias inversiones-desinversiones en el mismo activo y este extremo no lo recoge este ratio. En estos casos, la solución vendría por calcular tantos rendimientos como flujos de entrada y de salida, atribuidos a inversiones adicionales o reembolsos, contaría la inversión. Por todo ello, aunque el rendimiento de la inversión así presentado es muy fácil de calcular, su utilidad es muy limitada, por ejemplo para inversiones muy sencillas con periodos u horizontes temporales muy cortos.

Otra medida es el Rendimiento Ponderado por el Tiempo, también conocido como el rendimiento del gestor. Consiste en calcular la rentabilidad simple para cada subperiodo y después realizar la media aritmética o la media geométrica de esas rentabilidades. De esta forma se obtiene una tasa de rentabilidad para el periodo global. Así, se calcula la rentabilidad de cada periodo i , r y para obtener la rentabilidad del periodo se puede hacer la media aritmética o la media geométrica. Por ejemplo, para el caso de la media geométrica para tres periodos será:

$$RPT = (1+r_1) * (1+r_2) * (1+r_3) - 1$$

Este procedimiento permite calcular fácilmente la rentabilidad de la inversión. No obstante, y al igual que ocurría en el Rendimiento Total o Absoluto, nos muestra el resultado para todo el periodo. Además, este método sigue siendo igualmente poco interesante cuando la inversión recoge mas de un flujo de

entrada. Esta suele ser la información que nos ofrece el gestor habitualmente, lo que lleva implícito que se realiza una única inversión al inicio y se mantiene durante todo el periodo. Esto no suele ser lo habitual, por lo que el rendimiento así calculado es una referencia para el inversor para comparar los resultados de diversos gestores, no pudiendo ser considerada como una medida adecuada del rendimiento obtenido por el inversor.

Por último, en el apartado de rendimientos presentamos el Rendimiento Ponderado de la Inversión, también conocido como rendimiento del inversor. Los supuestos implícitos de este método de cálculo se basan en considerar el importe y el tiempo que permanecen en la inversión cada uno de los flujos que ésta genera. El Rendimiento Ponderado de la Inversión, se calcula de la siguiente forma, para el caso de una inversión de duración de n periodos:

$$0 = -CF_0 + \frac{CF_1}{(1+RPI)} + \frac{CF_2}{(1+RPI)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+RPI)^n}$$

donde, CF_1 es el Flujo Neto de Caja del momento i , es decir, la diferencia entre las entradas de dinero del momento i y las salidas de dinero de ese mismo momento.

Esta medida de la rentabilidad de una inversión tiene en cuenta el efecto del paso del tiempo sobre el valor del dinero lo que hace que el resultado sea más real, incluso admita la posibilidad de valorar la inversión en términos de rentabilidad, de poder adquisitivo, introduciendo en el denominador la inflación. Además la rentabilidad obtenida se plantea para un periodo, anual, semestral, trimestral, etc. Por otro lado, este método es apropiado para valorar inversiones con varias entradas y su resultado apunta la rentabilidad efectiva obtenida por el inversor.

2.2. El riesgo

En algunas ocasiones el inversor valora una inversión a partir del riesgo. Por definición, cualquier inversión conlleva un riesgo. Cuando un ahorrador invierte su dinero en un activo concibe unas expectativas sobre el rendimiento futuro que reportará a su patrimonio. La probabilidad de alcanzar un rendimiento real del activo diferente a estos deseos o expectativas da lugar al concepto de riesgo.

No obstante, el riesgo de una misma inversión puede llegar a ser percibido por el ahorrador de forma muy diversa. Las circunstancias particulares o puntuales de un inversor, a través de su personalidad, influyen en la aversión o intolerancia ante un mismo nivel de riesgo. Así, el inversor que termina de sufrir un

contratiempo, por ejemplo un accidente, incendio o caída bursátil, será menos propenso al riesgo que antes de este acontecimiento. Esto es debido al talante subjetivo de esta variable, lo que justifica que siempre estará matizado por las expectativas del individuo.

El riesgo de una inversión surge principalmente por la posibilidad de que el rendimiento de la inversión no sea el esperado. Para valorarlo, la literatura financiera propone varios estadísticos, a saber, la Desviación Standard, la Semivarianza, la Beta y la Duración, tal y como pasamos a exponer seguidamente.

El estadístico de la Desviación Estandar de una inversión es una medida del riesgo cuyo procedimiento de cálculo es fácil y sencillo. Se obtiene a partir de la varianza:

$$\text{acción standar } (\sigma) = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (r_t - r_a)^2}{T - 1}}$$

donde r_t es el rendimiento del periodo t , r_a es la rentabilidad media del periodo analizado y T es el número de periodos o datos considerados.

La Desviación Estándar de una cartera tiene un valor absoluto como medida de riesgo: mide los cambios de la cartera en sí misma, pero no tiene un significado relacional en el contexto de una cartera bien diversificada y dentro de su relación con el mercado. Si se deseara buscar una medida que relacione las variaciones en el rendimiento de un activo ante variaciones en el mercado para una inversión bien diversificada, habrá que acudir al estadístico Beta que presentaremos seguidamente.

Muy relacionada con la Varianza está la denominada la Semivarianza. Este estadístico recoge una medida de la dispersión de resultados o rendimientos inferiores a la rentabilidad determinada. El procedimiento de cálculo es también sencillo, tal y como se recoge en la siguiente fórmula:

$$SV = \sum \frac{(t - R_i)^2}{N}$$

donde, R_i es el rendimiento posible, t es el rendimiento objetivo, N es el número de casos en los que el rendimiento de la inversión ha sido inferior a t .

Las medidas de riesgo presentadas hasta el momento recogen valoraciones aisladas del riesgo de una inversión. Ahora bien, en algunas ocasiones es interesante analizar el impacto de esta cartera sobre el riesgo total de las inversiones. En estos casos habría que diferenciar dos tipos de medidas del riesgo. Cuando la inversión a valorar es la única que posee el ahorrador, el mejor método a utilizar es la Desviación Estandar. Ahora bien, cuando esta inversión supone una parte de una cartera bien diversificada en renta variable se propone el empleo de la Beta. La Beta es un estadístico que mide el riesgo de mercado o riesgo sistemático de un título. Concretamente, la Beta evalúa la volatilidad o sensibilidad del título en relación al mercado. De forma más concreta, podemos presentar que la Beta mide la variación de rentabilidad de un activo o un título ante variaciones en la rentabilidad del mercado. Matemáticamente, la Beta se representa con la letra \hat{a} y se obtiene a partir de la siguiente fórmula:

$$\hat{a} = \frac{\text{COV}(r_s, r_m)}{\hat{\sigma}_m^2}$$

donde $\text{COV}(r_s, r_m)$ es la covarianza entre el rendimiento de la cartera y el rendimiento del mercado y $\hat{\sigma}_m^2$ es la varianza del rendimiento del mercado.

En términos generales, la Beta mide el porcentaje de variación en una variable como resultado de oscilaciones de un 1% el valor de otra variable, considerando que el resto de factores permanecen constantes. Algunos gestores suelen apuntar junto a la Beta, el coeficiente de correlación. Con el coeficiente de correlación se analiza la intensidad o la fuerza de la relación entre el rendimiento del activo en cuestión y el mercado. Este coeficiente mide, por consiguiente, el grado de asociación entre el rendimiento del activo y el mercado, es decir, el grado de relación de los movimientos de estos dos rendimientos. Aplicado a inversiones, la Beta indica la volatilidad del rendimiento de una inversión o cartera, en relación a la volatilidad del rendimiento de un índice de mercado.

El uso de la Beta en la medida del riesgo de una cartera supone el conocimiento de las limitaciones de su uso, principalmente derivadas del Capital Asset Pricing Model, en adelante CAPM. Entre las críticas más habituales o puntos débiles del empleo de la Beta se citan que este estadístico no considera el riesgo no sistemático o propio de cada título, y que los resultados de la Beta están vinculados con el índice que se tome como referencia del mercado. Como resultado de todo esto, un mismo activo puede tener diferentes Betas, en función del «benchmark» considerado. Además, el modelo CAPM considera que el inversor recibe una remuneración a largo plazo solo por el riesgo sistemático de la inversión, lo cual se ha demostrado que no siempre es del todo cierto. Por último, el uso de la Beta no se considera igual de aconsejable para los títulos de renta fija que los de renta variable.

Concretamente, en el caso de que la inversión estuviera integrada por uno o varios títulos de renta fija, la medida del riesgo de precio o de mercado más apropiada sería la derivada del estadístico conocido como la Duración. La expresión de la Duración (D) de un título es:

$$D = \sum_{t=1}^T \frac{\left(\frac{C_t}{(1+i)^t}\right) * t}{P}$$

donde, **P** es el precio al que fue adquirido el título, **C_t** es el flujo que genera el título de renta fija, **n** es el periodo durante el que existe pago de cupones, **i** es el tipo interno de rendimiento y **t** es el momento en el tiempo en el que se percibe cada flujo.

2.3. El riesgo y el rendimiento

El rendimiento y el riesgo esperados de un título están bastante vinculados. Es por ello interesante analizar la relación riesgo-rentabilidad como paso previo a la formación de la cartera de inversiones, así como para valorar la gestión del patrimonio. Esto también tiene su justificación en que la realización de una inversión no sólo conlleva el logro de un determinado rendimiento, además se asume un riesgo.

Las medidas de rendimiento ajustado al riesgo son útiles en este sentido ya que permiten medir los resultados de la inversión en términos de unidad de riesgo asumida. Son varias las medidas propuestas en este sentido. Entre ellas destacan el Ratio de Sharpe, Ratio de Treynor, Ratio de Jensen, Ratio Appraisal y el Ratio Información. En cualquiera de los casos, nos encontramos con unos estadísticos que permiten valorar la inversión en términos de rentabilidad-riesgo y comparar diferentes inversiones entre sí.

Al igual que apuntábamos en el análisis del riesgo de una inversión, en primer lugar debe tenerse en cuenta que la medida apropiada para valorar la gestión de la inversión es función del número de activos así como del grado de diversificación de las mismas.

Así, para carteras perfectamente diversificadas, los Índices de Sharpe y de Treynor ofrecerán el mismo ranking, ya que una perfecta diversificación de las inversiones elimina el riesgo específico o no sistemático, haciendo coincidir el riesgo total de la cartera con el riesgo no diversificable. Ahora bien, si las carteras no están correctamente diversificadas, el Ratio de Treynor mostrará resultados distintos.

El Ratio de Sharpe propone evaluar la eficiencia en la gestión de carteras formadas por títulos financieros mediante el ratio premio-variabilidad. El índice premio-variabilidad de Sharpe expresa la prima de rentabilidad que la cartera ofrece sobre el rendimiento de un activo libre de riesgo, relacionando esta prima

de rentabilidad por cada unidad de riesgo total que soporta la cartera. El Ratio de Sharpe es apropiado cuando se quiere evaluar la gestión de la única inversión que tiene el ahorrador, o bien cuando dispone de una cartera que no está bien diversificada. En el primer caso, la evaluación debe realizarse comparando el resultado del ratio para su inversión y el Ratio de Sharpe del índice o cartera de referencia. El Ratio de Sharpe se obtiene a partir de la siguiente expresión:

$$RS = \frac{r_j - r_f}{\hat{\sigma}_j}$$

donde, r_j es el rendimiento medio de la cartera, r_f es el rendimiento medio del activo sin riesgo y $\hat{\sigma}_j$ es la Desviación Estandar del rendimiento de la cartera.

El Ratio de Treynor, de forma similar al de Sharpe, representa la prima de rentabilidad de la cartera sobre el activo libre de riesgo, si bien expresa esta prima de rentabilidad por unidad de riesgo sistemático o riesgo de mercado. Este índice incorpora el estadístico Beta, indicador del riesgo sistemático de la cartera. Se propone el uso de este ratio cuando la inversión está bien diversificada. Matemáticamente el Ratio de Treynor sería:

$$RT = \frac{r_j - r_f}{\beta_j}$$

donde, r_j es el rendimiento medio de la cartera, r_f es el rendimiento medio del activo sin riesgo y β_j es la Beta de la cartera.

El Ratio de Jensen, por su lado, se obtiene a partir de restar a la prima absoluta de rentabilidad de la cartera sobre los activos libres de riesgo, la parte que se atribuye a la evolución del propio mercado, rentabilidad que dependerá de la correlación de la cartera. Este ratio deberá emplearse cuando el riesgo no sistemático puede ser eliminado y el riesgo sistemático puede ser controlado. La expresión del Ratio de Jensen es la siguiente:

$$RJ = (r_j - r_f) + (r_m - r_f) * \hat{\alpha}_j$$

donde, r_j es el rendimiento medio de la cartera, r_f es el rendimiento medio del activo sin riesgo, r_m es el rendimiento medio del índice del mercado de capitales considerado y $\hat{\alpha}_j$ es la Beta de la cartera.

El Ratio Appraisal, por su lado, evalúa el exceso de rendimiento obtenido por haber asumido una parte de riesgo que podía haber sido eliminado vía diversificación. Este ratio se empleará cuando el gestor asume este riesgo porque cree poseer una información especial, o cierta intuición, o bien cuando esta inversión en particular forma parte de un conjunto de inversiones que reproducen la estructura de inversiones del mercado. El Ratio Appraisal se calcula como se recoge en la siguiente expresión:

$$RA = \frac{(r_j - r_f) + (r_m - r_f) * \hat{\alpha}_j}{\hat{\sigma}_e}$$

donde, r_j es el rendimiento medio de la cartera, r_f es el rendimiento medio del activo sin riesgo, r_m es el rendimiento medio del índice del mercado de capitales considerado, $\hat{\beta}_j$ es la Beta de la cartera y $\hat{\sigma}_e$ es el riesgo diversificable. Las buenas carteras con gestión activa deben mostrar Ratios Appraisal positivos mientras que las malas presentarán resultados negativos. Este ratio también es útil cuando se quiere comparar a diferentes gestores activos.

La elección de la medida de riesgo-rentabilidad a utilizar dependerá de las características de la cartera, principalmente en términos de diversificación y de riesgo no sistemático. Así, en aquéllos casos en los que la cartera esté integrada por una única inversión o por varias no diversificadas, se propone emplear el Ratio de Sharpe. Sin embargo, si tenemos una cartera totalmente diversificada y queremos incluir otro activo en la cartera, utilizaremos el Ratio de Treynor, pues nos fijamos sólo en el riesgo sistemático o de mercado, ya que el no sistemático desaparecerá debido a la diversificación de la cartera. Ahora bien, en carteras con pocos activos, es decir, no diversificadas y nos planteamos incluir otro activo, sería interesante el empleo del Ratio Appraisal ya que queremos ver la rentabilidad extra y el riesgo extra que el activo aporta.

Tal y como ya adelantábamos en el análisis del riesgo, las medidas o ratios que se basan en el modelo CAPM, es decir el Ratio de Treynor, Jensen y Appraisal adolecen de los mismos problemas. En cualquiera de los casos, el plazo que se suele recomendar para emplear los ratios suele ser un periodo largo de tiempo, entre tres y cinco años.

Por último, uno de los ratios que habitualmente se proponen en el análisis de la rentabilidad y riesgo de un patrimonio es el Ratio Información. En esta ocasión la medida de riesgo-rentabilidad se centra en el estudio de la rentabilidad obtenida sobre el índice de referencia de la cartera por cada unidad de riesgo adicional, también sobre ese «benchmark». Su expresión sería la siguiente:

$$RI = \frac{r_j - r_i}{\sigma_{ji}}$$

donde r_j es el rendimiento obtenido por la inversión, r_i es el rendimiento del índice propuesto, y σ_{ji} es la desviación de la diferencia entre la evolución del rendimiento del índice y del título.

3. Medidas específicas de evaluación de gestión de las entidades de previsión social voluntarias

Las medidas presentadas sobre la evaluación de la calidad de la gestión se pueden aplicar al caso de las Instituciones de Previsión Social y tienen su origen en la gestión de patrimonios en general. Así nos encontramos que en algunos informes de gestión que presentan las E.P.S.V., se citan estos ratios para evaluar conjuntamente el rendimiento y el riesgo de la cartera. Se trata, en términos generales, de analizar el rendimiento alcanzado y el riesgo asumido y relacionarlos con los esperados o con el comportamiento de la competencia o de otras carteras similares.

La gestión del ahorro que canalizan las Instituciones de Previsión Social debe estar orientada a la consecución de un fin, concretamente, alcanzar las prestaciones en la forma definida en el reglamento de prestaciones de la Entidad. En el caso de las E.P.S.V., esta realidad no se plasma en los mismos términos en todas las modalidades. En las E.P.S.V. que integran compromisos por pensiones surgidos en el seno de las relaciones laborales, los Planes de Previsión de Empleo, esta realidad toma una dimensión más efectiva. En este tipo de E.P.S.V., sobre todo en los de Prestación Definida o Mixtos, la definición de los objetivos de prestación y de rendimiento financiero son explícitos, función del compromiso de previsión social acordado, de las características del colectivo, del régimen de prestaciones y de cuotas, etc. De esta forma, la evaluación de la gestión del patrimonio, debería basarse en el análisis conjunto de la evolución de las inversiones y de las prestaciones.

En esta línea precisamente, la evaluación de la gestión del patrimonio debe partir del análisis del riesgo-rentabilidad de las inversiones, las necesidades y objetivos del Plan de Previsión. La evaluación de la gestión en este tipo de Entidades debe centrarse en el análisis de la forma en la que la gestión ha culminado en el logro de los objetivos del Plan de Previsión. Por ello, en nuestra opinión, las medidas de evaluación de la gestión deberían reflexionar sobre el análisis de la rentabilidad-riesgo del diferencial entre la evolución de las inversiones y las necesidades del Plan de Previsión.

En este sentido se manifiestan Ambachtsheer y Ezra al proponer como medida de evaluación de la gestión el Valor Añadido Neto de Riesgo, en adelante, VANR. El VANR no es un concepto original o nuevo, si bien estos autores han sido los pioneros en aplicarlo a las Instituciones de Previsión Social, en concreto a los Fondos de Pensiones. Este método de evaluación lo propuso la consultora Stern Stewart & Co, a partir del Economic Value Add o EVA como la ganancia después de impuestos menos los costes operativos.

En su trabajo, estos autores defienden que el rendimiento de estas instituciones tiene su origen en dos fuentes, la política de inversiones elegida y la forma en la que esa política es implantada. Así, la política de inversiones elegida es a su vez función de diversos aspectos, todos ellos propios de patrimonios de carácter finalista: régimen de prestaciones, tolerancia al riesgo, perspectivas de los mercados financieros, políticas de inversión más habituales o estándares. En cualquiera de los casos, es bastante probable que la política de inversiones adoptada no coincida plenamente con la demandada por el plan de previsión, por ejemplo, por la imprevisible evolución del mercado, inadecuada valoración de la actitud ante el riesgo, etc. Como resultado de esto se puede generar un diferencial de rentabilidad y de riesgo que deberá ser considerado en la evaluación de la gestión del patrimonio. De esta forma, el rendimiento obtenido habrá que corregirlo en el rendimiento de la política de inversiones neutral y en los costes derivados de la gestión activa. Adicionalmente, los autores proponen introducir en el modelo una penalización por el riesgo adicional incurrido, superior al demandado por el plan de previsión. Para ello se basan en el Valor en Riesgo.

En el caso de las E.P.S.V., esto implicaría el definir unos objetivos en términos de prestaciones para, en función de las limitaciones a la inversión, características del colectivo, distribución de derechos económicos por edades, definir la política de inversión estratégica a largo plazo. A partir de ese momento se administrará el patrimonio conforme a esas pautas, lo que en el tiempo dará lugar a diferenciales de rentabilidades entre la política de inversiones estratégica y táctica. Estos resultados se valorarán en términos de rentabilidad y de riesgo, teniendo en cuenta adicionalmente los gastos y comisiones.

Por otro lado consideramos que el Ratio Información podría ser una medida interesante para evaluar la gestión del patrimonio de la E.P.S.V., siempre y cuando se incorporen indicadores en términos de riesgo. Es decir, se trataría de que se definieran los niveles de riesgo que estarían dispuestos a soportar a través de la política de inversiones establecida. Para ello podría acotar los niveles de riesgo, por ejemplo, por intervalos. De esta forma, la información de la entidad haría referencia al premio de rentabilidad que ha obtenido la E.P.S.V. sobre el «benchmark», así como el nivel de riesgo que ha implicado ese resultado.

Por último, otra forma de evaluar la gestión de patrimonio en las E.P.S.V. que proponemos se plantea a partir del Ratio Información. A este estadístico le hemos

denominado Ratio Información Personalizado en tanto en cuanto considera la situación personal o particular del Plan de Previsión. Este ratio es el que se recoge en el siguiente cuadro:

$$\text{RIP} = \frac{r_j - r_{\text{PI}}}{\sigma_{j\text{PI}}}$$

Donde r_j es el rendimiento obtenido por la política de inversiones real de la E.P.S.V., r_{PI} es el rendimiento de la cartera teórica que más se adecua a las necesidades del Plan de Pensiones, y $\sigma_{j\text{PI}}$ es la Desviación Típica de la diferencia entre la evolución del rendimiento de la política de inversiones teórica y la política de inversiones real. Este índice mide la rentabilidad adicional obtenida por la E.P.S.V. por cada unidad de riesgo adicional en la que se ha incurrido, por implantar una política de inversiones diferente a la coherente a las necesidades del Plan de Previsión.

4. Conclusiones

La evaluación de la calidad de la gestión de patrimonios, específicos o inespecíficos, es un tema que preocupa a gestores y ahorradores. No obstante, en la práctica ésta es un área de especial interés en aquéllos momentos de mercados turbulentos o cuando la rentabilidad obtenida por el gestor es reiteradamente inferior a la media de la competencia. En este sentido, apuntar que las comparaciones no siempre son adecuadas: no implica siempre que sean patrimonios del mismo perfil los que son objeto de comparación. Esto debe inducir a promover la cautela sobre los resultados de estas comparaciones.

Las medidas utilizadas para evaluar la gestión del patrimonio de las Instituciones de Previsión Social tienen su origen en las empleadas en patrimonios inespecíficos, es decir, en aquéllos cuyo propósito es el ahorro indiferenciado, sin un fin específico. La aplicación de los ratios tradicionales como el de Sharpe, Treynor, Jensen y el Ratio Información en este tipo de patrimonios, debe considerar los requisitos o supuestos implícitos de cada uno para que los resultados sean válidos. Además, en todos estos casos es inherente el supuesto de que lo ocurrido en el pasado puede ser fuente de información para explicar lo que ocurrirá en el futuro. Esto es debido a que valoran la gestión en base a series de datos históricas por lo que, implícitamente, consideran que esa política de inversiones o ese gestor han tenido una calificación que se mantendrá en el futuro.

De esta forma, la evaluación de la gestión en patrimonios de carácter específico o finalista, como ocurre en las E.P.S.V., toma habitualmente como base los

estudios realizados en el ámbito presentado anteriormente. Ahora bien, la evaluación se torna bastante más compleja en tanto en cuanto, además de los problemas propios de aquéllos, se deben considerar aspectos relacionados con las prestaciones, aportaciones, actitud ante el riesgo, etc.

En nuestra opinión, son las E.P.S.V. de Empleo las que están colocadas en mejor posición para abordar la adecuada valoración de este tipo de cuestiones por el poder que tienen los socios, beneficiarios y empresas promotoras a través de las Juntas Directivas y Asambleas Generales. Para ello, se proponen tres medidas de riesgo rentabilidad que evalúan integralmente los resultados de la política de inversiones y las necesidades definidas en el Plan de Previsión: el Valor Neto Ajustado de Riesgo, el Ratio de Información Personalizado y el Ratio de Sharpe Personalizado.

5. Bibliografía

- AA.VV., (1999), *Global Investment Performance Standards*, Editado y preparado por Sponsored by Association for Investment Management Research, febrero.
- AHUMADA CARAZO, R.M., (2002), *Gestión de los Fondos de Pensiones en los Planes de Pensiones de Empleo. El caso español*, Tesis Doctoral, Dpto. Economía Financiera II, Universidad del País Vasco, febrero.
- AHUMADA CARAZO, R.M., (2002), «La medida de adecuación de la política de inversiones de los Fondos de Pensiones a las necesidades del Plan de Pensiones que integra», *Actas del VI Congreso de Matemática Financiera y Actuarial* (CD), Valencia.
- ALEXANDER, G.J. y SHARPE, W.F., (1989), *Fundamentals Of Investments*, Ed. Prentice-Hall, Nueva Jersey.
- ALONSO VALLEJO, B., (2002), «Importancia de la cartera de referencia en la evaluación de los Fondos de Inversión Españoles a través del Alfa de Jensen», *Best Papers Proceedings 2002. XI International Conference. Asociación Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, pág. 217-221. ISBN: 84-931229-9-X.
- AMBACHTSHEER, K.P. y EZRA, *Pension Fund Excellence*, Ed. John Wiley & Sons, Nueva York.
- BHARGAVA, R., Gallo, J.G. y SWANSON, P.E., (2001), «The performance, asset allocation and investment style of international equity managers», *Review of quantitative finance and accounting*, n.º 17, pág. 377-395.
- BLAKE, D., LEHMANN, B.N. y TIMMERMANN, A., (1999), «Asset allocation dynamics and pension funds performance», *Journal of Business*, vol. 72, n.º 4, págs. 429-453.
- BLAKE, D., (2000), *Financical Market Analysis*, Ed. Wiley, Nueva York.
- BODIE, Z., KANE, A. y MARCUS, A.J., (1996), *Investments*, Ed. Irwin, Chicago.
- Circular 1/89, de 3 de agosto de la Dirección de Seguridad Social del Departamento de Trabajo y Seguridad Social, sobre la publicidad de las Entidades de Previsión Social Voluntarias.
- Circular 2/98, de 3 de agosto de la Dirección de Seguridad Social del Departamento de Trabajo y Seguridad Social, sobre la denominación de los Planes de Previsión adscritos a una Entidad de Previsión Social Voluntaria.

- Circular 1/90, de 17 de enero de 1990 de la Dirección de Seguridad Social del Departamento de Trabajo y Seguridad Social, sobre determinadas cuestiones de la publicidad de las E.P.S.V..
- Circular 3/90, de 14 de noviembre de 1990, de la Dirección de Seguridad Social, por la que se traslada las reglas a seguir por las Entidades de Previsión Social Voluntaria a la hora de valorar sus activos al precio real de mercado.
- Circular 4/90, de 19 de noviembre de la Dirección General de Seguridad Social del Departamento de Trabajo y Seguridad Social del Gobierno Vasco sobre publicidad de los promotores y empresas asociadas de E.P.S.V.
- Circular 1/91, de 4 de febrero de 1991, de la Dirección de Seguridad Social, por la que se posibilita a las E.P.S.V. a la presentación en soporte magnético de la información contable contenida en los Modelos oficiales 4 y 5 de la Documentación estadístico-contable.
- Circular 1/92, de 23 de diciembre de 1992, de la Dirección de Seguridad Social del Departamento de Trabajo y Seguridad Social sobre los criterios de valoración de las inversiones financieras de renta fija para las Entidades de Previsión Social Voluntaria del País Vasco que instrumenten planes de previsión individual de aportación definida.
- Circular de 22 de diciembre de 1998 del Director de Trabajo y Seguridad Social del Gobierno Vasco por la que se trasladan las normas a seguir por las E.P.S.V. de las modalidades individual, empleo y asociados en la limitación de aportaciones, en el reconocimiento de prestaciones y en la devolución o traslado de las reservas acumuladas.
- Circular 1/2002, de 18 de septiembre, del Departamento de Justicia, Empleo y Seguridad Social del Departamento de Hacienda y Administración Pública del Gobierno Vasco por la que se regulan diversos aspectos relativos al traslado de derechos consolidados así como a la publicidad que efectúan las E.P.S.V.
- Decreto 87/1984, de 20 de febrero, por el que aprueba el Reglamento sobre Entidades de Previsión Social Voluntaria, Boletín Oficial del País Vasco n.º 64, de 16 de abril.
- FABOZZI, F.J., (Dir.), (1990), *Pension Fund Investment Management. A handbook for sponsors and their advisors*, Ed. McGraw-Hill, Londres.
- HAIGHT, G.T. y MORRELL, S., (1997), *The Analysis Of Portfolio Management Performance*, Ed. McGraw Hill, Nueva York.
- HENSEL, C.R., EZRA, D.D. y ILKIW, J.H., (1991), «The importance of asset allocation decision», *Financial Analysts Journal*, julio-agosto, págs. 65-72.
- Instrucción 1/2002, de 25 de noviembre, del Departamento de Justicia, Empleo y Seguridad Social sobre la exteriorización de los compromisos por pensiones empresariales a través de la figura de las Entidades de Previsión Social Voluntarias (E.P.S.V.)
- JENSEN, M.C., (1968), «The performance of Mutual Funds in the period 1945-1964», *Journal of Finance*, mayo, pág. 389-415.
- JENSEN, M.C., (1969), «Risk, the pricing of capital assets, and the evaluation of investment portfolio», *Journal of Business*, abril.
- Ley 25/1983, de 27 de octubre, sobre «Entidades de Previsión Social Voluntarias», publicado en el Boletín Oficial del País Vasco, n.º 163, de 7 de noviembre.
- Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, BOE núm. 265, de 5 de noviembre.
- LOGUE, D.E. y RADER, J.S., (1998), *Managing Pension Plans. A Comprehensive Guide To Improving Plan Performance*, Ed. Harvard Business School Press, Boston.

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, BOE núm. 265, de 5 de noviembre.

Real Decreto 304/2004, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, BOE núm. 48, de 25 de febrero.

Recomendación 61/98, de 28 de diciembre de 1998, sobre las hipótesis a contemplar en las valoraciones actuariales en las Entidades de Previsión Social Voluntarias.

SHARPE, W. F., (1966), «Mutual Fund Performance», *Journal of Business*, n.º 39, enero, pág. 119-138.

TREYNOR, J. L., (1966), «How to rate management investment risk», *Harvard Business Review*, n.º 43, enero-febrero, pág. 63-75.