

# **GESTIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN LOS PLANES DE PENSIONES DE LA MODALIDAD DE EMPLEO. EL CASO ESPAÑOL**

**Rosa María Ahumada Carazo,**

**TESIS DE LA UNIVERSIDAD DEL PAÍS VASCO/EUSKAL  
HERRIKO UNIBERTSITATEA**

**ECONOMIA FINANCIERA II**

**Fecha de Lectura: 05/02/2002**

## **CAPITULO 3**

**LOS FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA**

(c) Rosa María Ahumada, 2002

<http://addi.ehu.es/handle/10810/2585>

## CAPÍTULO 3

### LOS FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA

#### **3.1.– Configuración de los Fondos de Pensiones: notas características**

Los Fondos de Pensiones son “*patrimonios creados al exclusivo objeto de dar cumplimiento a los PP cuya gestión, custodia y control se realizarán de acuerdo con la presente Ley*”<sup>1</sup>. La definición anterior nos permite vislumbrar la directa relación que existe entre la actividad del FP y la cobertura de las necesidades de los PP que en él se integran. Este hecho, a su vez, no es más que el efecto de uno de los principios básicos que los PP deben cumplir: integrar obligatoriamente en un FP las contribuciones económicas que los promotores y partícipes estuvieran obligados a realizar, así como de cualesquiera otros bienes adscritos a un PP<sup>2</sup>.

Dada la especificidad del fin que persigue el Fondo o patrimonio acumulado en estas instituciones, y con el ánimo de procurar el seguro

---

<sup>1</sup> Art. 2 LPyFP.

cumplimiento de las obligaciones y derechos que de ella nacen, se ha dotado a los FP de unas características particulares que los definen y diferencian de otras instituciones –como por ejemplo los Fondos de Inversión Mobiliaria– que también conllevan la acumulación de importantes patrimonios. Sobre esto último volveremos en el Capítulo 4, en el que reflexionaremos sobre los aspectos comunes y diferenciales que afectan a la gestión de los Fondos de Pensiones y Fondos de Inversión Mobiliaria.

En lo referente a las características definitorias, los FP son patrimonios carentes de personalidad jurídica, creados al objeto de servir de instrumentos de inversión de las aportaciones, contribuciones, liberalidades e incrementos patrimoniales gratuitos del Plan o Planes integrados<sup>3</sup>. De esta forma, los FP se perfilan como la estructura formal especialmente preparada para la instrumentación de los PP, ya que únicamente mediante la integración de estos se producirá el ingreso de los recursos económicos cuya gestión se confía a los Fondos<sup>4</sup>.

No obstante, previamente a la integración del PP, así como al posterior ingreso de los recursos, es preciso que exista el Fondo. El proceso de creación de un FP está definido por un conjunto de fases, requisitos y

---

<sup>2</sup> Art. 5.1.e LPyFP.

<sup>3</sup> Art. 2 de la LPyFP y art. 25 del RPyFP.

<sup>4</sup> Como resultado de todo ello, es posible, a pesar de que carezca de sentido, la existencia de un FP al que no se halle inscrito ningún Plan, aún cuando esta situación no pueda prolongarse indefinidamente, tal como se recoge en el art. 31.2.c de la LPyFP.

procedimientos específicos<sup>5</sup> y particulares que permiten caracterizar e individualizar la institución. En la Figura 3.1 se ilustran las fases del proceso fundacional de un FP<sup>6</sup>.

**Figura 3.1.- Creación de un Fondo de Pensiones**



Fuente: Elaboración propia.

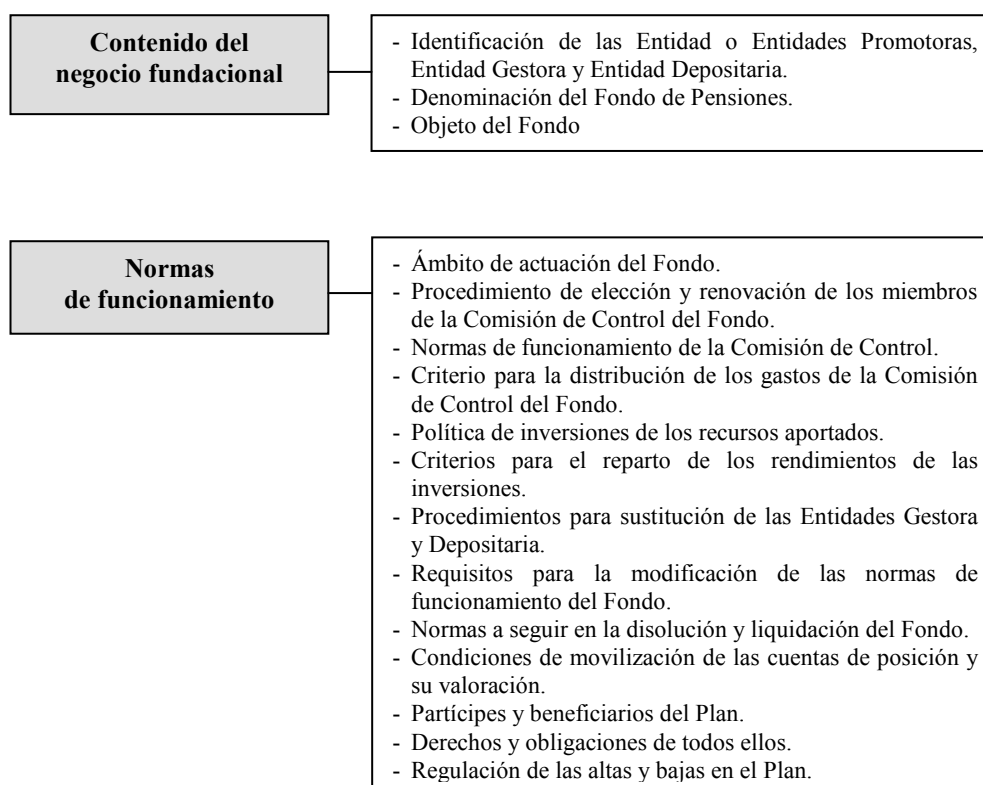
---

<sup>5</sup> Regulados por el art. 11 de la LPyFP, arts. 26 y 28 del RPyFP, arts. 2, 3 y 4 de la Orden 7 de noviembre de 1988, Planes y Fondos de Pensiones, por la que se determina el procedimiento de inscripción registral de las Instituciones y personas relacionadas con los mismos, BOE núm. 270, de 10 de noviembre, y art. 285 y ss. del Real Decreto 1784/1996, de 19 de junio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil, BOE núm. 184, de 31 de julio.

<sup>6</sup> Para un análisis más detallado del proceso de fundación de un FP, *Cfr.* La Casa García, R., (1997), *Los Fondos de Pensiones*, Ed. Marcial Pons, Madrid, págs. 48-105.

La creación de un FP se inicia a instancias de la Entidad Promotora del Fondo<sup>7</sup>, quien deberá elaborar un proyecto de constitución en el que se identifiquen las Entidades que van a participar en el Fondo, así como las normas que regirán su funcionamiento. El contenido mínimo de la escritura de constitución de un FP se detalla en la Figura 3.2.

**Figura 3.2.- Contenido mínimo de la escritura de constitución de un Fondo de Pensiones**



---

<sup>7</sup> El art. 26.2 del RPyFP cita que “*son Entidades Promotoras de los Fondos de Pensiones las personas jurídicas que insten y, en su caso, participen en la constitución de los mismos*”.

Fuente: Elaboración propia a partir del art. 11.2 de la LPyFP y 28.2 y 3 del RPyFP.

El proyecto de escritura de constitución, junto con la certificación de los acuerdos sociales competentes a las Entidades participantes<sup>8</sup>, deberá ser remitidos al Ministerio de Economía<sup>9</sup> –en concreto a la DGSF–, con el fin de alcanzar la autorización administrativa correspondiente. Una vez que la DGSF comunica a los interesados la concesión de la autorización, el citado proyecto se puede elevar a escritura pública e inscribirse en los Registros Mercantil y Administrativo de Fondos de Pensiones. Llegado este término, el FP da inicio a su actividad con la evaluación de los proyectos de los Planes que soliciten integrarse en él para en caso favorable, comenzar a canalizar los recursos de los PP.

Un FP puede canalizar los recursos de otros FP en cuyo caso se denomina Fondo abierto<sup>10</sup> o bien las inversiones del Plan o Planes en él integrados<sup>11</sup>, en cuyo caso recibe el nombre de Fondo cerrado. En este último caso, cuando el Fondo integra un solo PP se denomina FP Uniplan mientras que si recibe inversiones de más de un PP se denomina FP Multiplan. A finales de 1999, la fórmula más extendida en el mercado español era la de FP

---

<sup>8</sup> Entidades Promotora, Gestora y Depositaria del FP.

<sup>9</sup> Con anterioridad a Mayo de 2000 debía remitirse esta documentación al Ministerio de Economía y Hacienda.

<sup>10</sup> Para operar como tal se les exige un patrimonio mínimo de 5.000 millones de ptas. Art. 28.8 del RPyFP.

cerrados<sup>12</sup> Uniplan con el 63,37% de los FP que integraban algún PP<sup>13</sup>, por lo que nuestro estudio lo limitaremos a esta modalidad<sup>14</sup>.

En cualquier caso, la integración de un PP en un FP precisa de la estimación de los derechos del PP en el FP –cuenta de posición–, con especial referencia a los criterios valoración de las inversiones del FP, los resultados obtenidos de las inversiones, así como de los gastos de funcionamiento y, en su caso, el procedimiento a seguir en el caso de liquidación del Plan<sup>15</sup>.

Una vez que el FP es autorizado<sup>16</sup>, comienza su actividad con la integración de PP. Ello derivará en la entrega de flujos monetarios al Fondo vía contribuciones y aportaciones u otro tipo de bienes, así como la realización de pagos en forma de prestaciones, de acuerdo al contenido del reglamento o especificaciones de cada Plan en concreto. Como resultado de ello, los FP adquieren también la característica de patrimonio dinámico, sujeto a oscilaciones, que necesitan de una administración activa en la que

---

<sup>11</sup> En los FP que sólo integren PP totalmente asegurados dejan de tener importancia aquellos aspectos relacionados con la inversión del patrimonio. Es por ello que estos se denominan “*Fondos de Pensiones vacíos*”.

<sup>12</sup> Según hemos podido saber, a 31 de diciembre de 2000, los Fondos autorizados para actuar como Fondos abiertos tan sólo eran el Bansabadell (F0018), el BBV Fonpensión Crecimiento (F0020), el Ahorropensión Tres (F0388) y el AB Asesores Futuro (F0565). No obstante, a esa fecha no consta que hayan canalizado las inversiones de ningún otro tipo de FP.

<sup>13</sup> *Memorias Estadísticas de Planes y Fondos de Pensiones 1999*, pág. 126.

<sup>14</sup> En este apartado no se incluyen los FP que integran PP de empresas del mismo grupo o corporación.

<sup>15</sup> Estos aspectos se analizan en el apartado 3.6.– Valoración de las inversiones de los Fondos de Pensiones.

intervienen diferentes Entidades –Entidad Gestora con el concurso de la Entidad Depositaria– bajo el gobierno y dirección de la Comisión de Control del Fondo<sup>17</sup>.

De este lado, podemos concluir que la finalidad técnica de un FP es canalizar los recursos procedentes de los PP, al objeto de poder ser invertidos, conservar el valor de la inversión y la obtención de adicionales ganancias mediante su adecuada administración. Así queda de manifiesto en el art. 16 de la LPyFP cuando establece que *“el activo de los Fondos de Pensiones, con exclusión de las dotaciones para el pago de primas en virtud de Planes total o parcialmente asegurados, estará invertido de acuerdo con criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia de plazos adecuados a sus finalidades”*.

El patrimonio de un FP se encuentra dividido en partes alícuotas denominadas cuota–parte o Unidades de Cuenta cuya propiedad se acredita a los partícipes y beneficiarios<sup>18</sup> a través de los correspondientes certificados<sup>19</sup>. Tal y como analizaremos seguidamente, el Valor de la Unidad de Cuenta se obtiene del cociente entre el valor neto del patrimonio del Fondo<sup>20</sup> y el número de Unidades de Cuenta en circulación. Cuando un partícipe realiza

---

<sup>16</sup> La denominación de “Fondo de Pensiones” queda limitada exclusivamente para las instituciones que se constituyan de acuerdo a lo expuesto anteriormente.

<sup>17</sup> Art. 13 de la LPyFP y art. 29 del RPyFP.

<sup>18</sup> La titularidad del patrimonio no corresponde en ningún caso a los promotores, a pesar de que estos puedan realizar aportaciones.

<sup>19</sup> Estos certificados son no transmisibles. Art. 8.9 de la LPyFP.



una aportación a un PP se incrementa el patrimonio del Fondo en ese importe y en tantas Unidades de Cuenta como el resultado de dividir la aportación entre el Valor del día de la Unidad de Cuenta de ese día. En el caso del devengo de la prestación sería el proceso contrario<sup>21</sup>. Como resultado de ello, el número de unidades de cuenta y el valor de las mismas será variable.

Por último, destacar la peculiaridad de los FP en lo relativo a la responsabilidad de las personas y Entidades que participan en él. Por un lado, el Fondo no responde de las deudas de las Entidades que intervienen en su creación –Entidad Promotora– o en su administración –Entidad Gestora con el concurso de una Entidad Depositaria–. Además, esta separación se hace efectiva también sobre los acreedores de los FP, que no podrán dirigirse contra las aportaciones de los promotores y partícipes de los PP integrados para cobrar sus deudas. Esto es debido a que la responsabilidad de aquéllos está limitada a los compromisos de aportación<sup>22</sup>.

La evolución de los FP en España se ilustra en la Figura 3.3, en la que recogemos el número de Fondos inscritos en el Registro Oficial de la DGSF, así como en el volumen de patrimonio acumulado para cada año entre 1988 y 1999<sup>23</sup>.

---

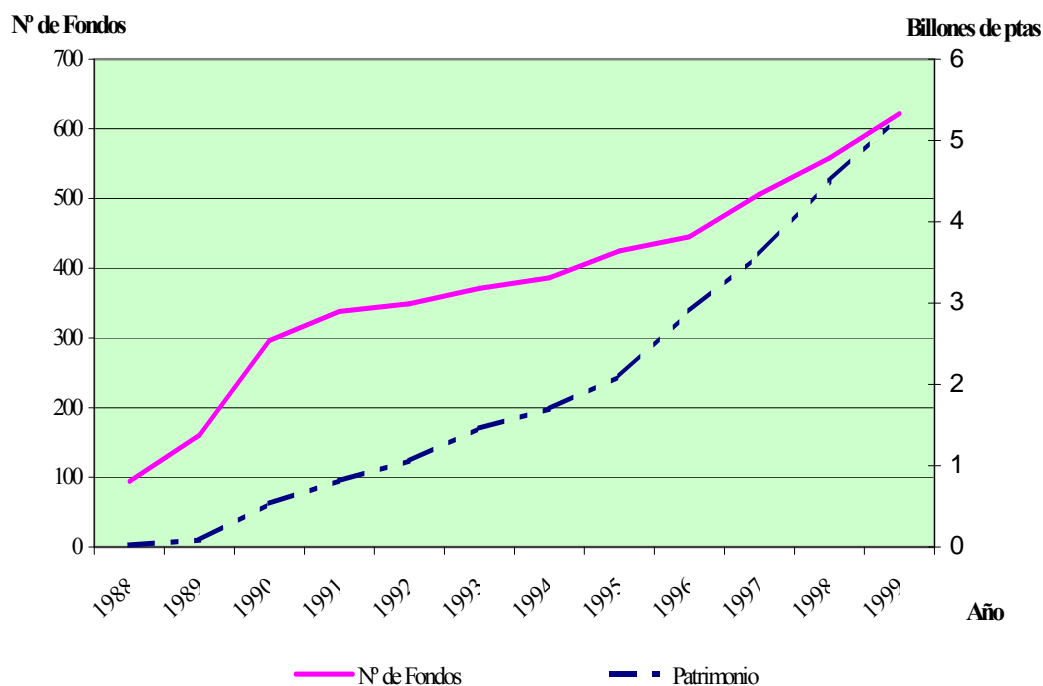
<sup>20</sup> El cálculo del patrimonio neto de un FP se analiza en el apartado 3.8.– Rentabilidad de un Fondo de Pensiones.

<sup>21</sup> Además, también habría que considerar la valoración del derecho consolidado en función de la modalidad de PP de que se trate.

<sup>22</sup> Art. 12 de la LPyFP y 33 del RPyFP.

<sup>23</sup> Una información más reciente de la evolución del patrimonio de los FP que integran PP Individuales está disponible en la página web de Inverco. Desde septiembre de 2000, el 77% de Fondos de esta modalidad publican su volumen de patrimonio con una carencia mensual.

**Figura 3.3.- Evolución de los Fondos de Pensiones entre 1988-1999**



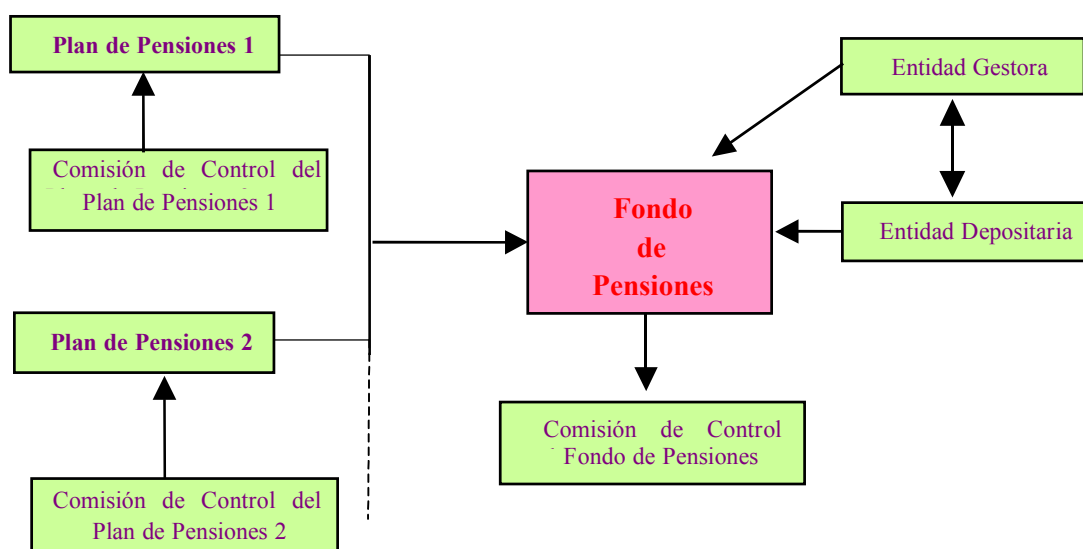
Fuente: Elaboración propia a partir de las *Memorias Estadísticas de Planes y Fondos de Pensiones 1999*, pág. 16.

Como era de esperar, el crecimiento del número de FP y del patrimonio acumulado fue especialmente intenso en los primeros años como resultado de la novedad de la institución en España. Además, a esta circunstancia hay que añadir los efectos de la Ley 30/1995 y el Real Decreto 1588/1999 que obligan a exteriorizar los compromisos por pensiones en las empresas, lo cual supuso el relanzamiento del número de Fondos tal como se observa en el gráfico anterior. Este comportamiento tiene su continuidad en

el contexto del patrimonio acumulado, aunque con índices de crecimiento superiores.

En la Figura 3.4 se representa las relaciones del FP con los órganos que van a administrarlo y gobernarlo así como los vínculos con los PP que integra.

**Figura 3.4.- Esquema de relaciones funcionales en un Fondo de Pensiones**



Fuente: Elaboración propia.

### **3.2.- Comisión de Control de un Fondo de Pensiones: Composición y funciones**

La Comisión de Control de un FP es el órgano de representación del Fondo y es el encargado de supervisar o controlar el adecuado cumplimiento de las normas de su funcionamiento y de los Planes en él integrados.

La constitución de este órgano tiene carácter imperativo según la normativa vigente, por lo que cada FP contará con su propia Comisión de Control<sup>24</sup>. A pesar de ello, el funcionamiento de cada una será particular según se detalle en la escritura de constitución del FP en el apartado de normas de funcionamiento<sup>25</sup>.

La Comisión de Control del Fondo es un órgano de carácter colegiado<sup>26</sup> y permanente<sup>27</sup> integrado por partícipes, beneficiarios y

---

<sup>24</sup> Art. 13 de la LPyFP.

<sup>25</sup> De una forma más detallada podemos citar que este régimen abarca tres aspectos fundamentales:

- a) Procedimiento para la elección de sus miembros –art. 11.2.e).2 y 28.3.b) del RPyFP–.
- b) Normas de funcionamiento de las reuniones de la Comisión –art. 14.5 de la LPyFP y 30.5 del RPyFP–.
- c) Sistema de prorrateo entre los Planes adscritos al Fondo de los gastos de funcionamiento de la comisión –art. 14.6 de la LPyFP y 30.6 del RPyFP–.

<sup>26</sup> Los miembros de la Comisión de Control son debidamente convocados, celebran reuniones y adoptan acuerdos por mayoría. Art. 14.5 de la LPyFP y art. 30.5 del RPyFP.

<sup>27</sup> El ejercicio de las actividades encomendadas a esta Comisión tiene carácter continuo y estable, a pesar de que la elección y renovación de sus miembros tiene lugar en un plazo inferior a cuatro años. Art. 30.4 del RPyFP.

promotor<sup>28</sup>, es decir, por los más interesados en el correcto funcionamiento del Fondo<sup>29</sup>.

En el caso de los FP Uniplan, la Comisión de Control del Fondo y del Plan será la misma. En cambio, en los FP Multiplan la Comisión de Control estará integrada por representantes de las Comisiones de Control de los PP en él integrados, atendiendo a su importancia relativa en el mismo<sup>30</sup>. Además, la Comisión de Control podrá crear Subcomisiones para que operen según áreas homogéneas de Planes o según modalidades de inversión, dada la posible heterogeneidad de los PP adscritos al FP o por su dimensión<sup>31</sup>.

Las labores asignadas a la Comisión de Control de un FP son amplias y diversas si bien se agrupan en tres categorías principales que pasamos a analizar seguidamente.

---

<sup>28</sup> Ocuparán el cargo de vocales dentro de la Comisión de Control. Es un cargo no remunerado.

<sup>29</sup> En este sentido se establece una restricción a la participación de las personas físicas en la Comisión de Control del Plan de Pensiones. El art. 22.4 del RPyFP recoge esta limitación: “*No podrán ser miembros de la Comisión de un Plan de Pensiones las personas físicas que ostenten, directa o indirectamente, una participación en una Entidad Gestora de Fondos de Pensiones, superior al 5 por 100 del capital social desembolsado de esa Entidad*”.

<sup>30</sup> Para determinar la importancia relativa de cada Plan en el Fondo “[...] se ponderará el voto de los asignados por cada Plan en atención a su número y a la parte de interés económico que el Plan tenga en el Fondo”. Art. 14.1 de la LPyFP.

<sup>31</sup> Art. 14.3 de la LPyFP y art. 30.3 del RPyFP.

En primer lugar se darían cita todas las funciones relacionadas con la integración de nuevos Planes<sup>32</sup> y la supervisión del funcionamiento del Plan o Planes integrados en Fondo<sup>33</sup>.

De otro lado, la Comisión de Control se encarga de supervisar el funcionamiento del Fondo<sup>34</sup> y la labor de la Entidad Gestora y Depositaria, a las que nos referiremos a continuación. En este apartado, se incluye la aprobación, en su caso, de las cuentas anuales del Fondo elaboradas por la Entidad Gestora<sup>35</sup>, la posible suspensión de la ejecución de actos y acuerdos contrarios a los intereses del Fondo<sup>36</sup>, el examen de la actuación de la Entidad Gestora<sup>37</sup> y la eventual sustitución de la Entidad Gestora y Depositaria<sup>38</sup>.

Además de las funciones citadas, la Comisión de Control representa al FP<sup>39</sup> en las relaciones que puedan tener lugar con terceros, pudiendo delegar, si es el caso, en la Entidad Gestora<sup>40</sup>. Este también sería el caso de las siguientes funciones<sup>41</sup>:

---

<sup>32</sup> Art. 9.3 de la LPyFP y art. 23.3 del RPyFP.

<sup>33</sup> Art. 14.2.a) de la LPyFP y art. 30.2.a) del RPyFP.

<sup>34</sup> Art. 14.2.b) de la LPyFP y 30.2.b) del RPyFP.

<sup>35</sup> Art. 19.1.b) de la LPyFP y art. 38.1.b) del RPyFP.

<sup>36</sup> Art. 14.2.h) de la LPyFP y art. 30.2.g) del RPyFP.

<sup>37</sup> Art. 22 de la LPyFP y art. 42 del RPyFP.

<sup>38</sup> Art. 23 de la LPyFP y art. 44 del RPyFP.

<sup>39</sup> “[...] esta representación [...], debe calificarse de orgánica, no obstante al carecer de personalidad jurídica los Fondos de Pensiones. Ocurre, sin embargo, que posee un carácter limitado, ya que coexiste con la actuación representativa, también del mismo tipo, desplegada por las Entidades Gestora y Depositaria en la administración del Fondo. [...]. Una muestra de la singular trascendencia del alcance de la función representativa confiada a la Comisión se advierte en el campo procesal [...]”. La Casa García, R., (1997), *op. cit.*, págs. 385–386.

<sup>40</sup> Art. 14.2.e) de la LPyFP y art. 30.2.d) del RPyFP.

<sup>41</sup> Art. 40.7 del RPyFP.

- Ejercicio de los derechos derivados de los títulos y demás bienes integrantes del Fondo.
- Autorización del traspaso de cuentas de posición a otros Fondos.
- Selección de las inversiones del FP, de acuerdo con las normas de funcionamiento y las prescripciones administrativas aplicables.
- Solicitar la compra y venta de activos a la Entidad Depositaria.

En algunas ocasiones, la amplitud e importancia de estas funciones promueve la formación de Subcomisiones<sup>42</sup> que en dentro de la Comisión de Control abordan áreas específicas<sup>43</sup>.

El análisis de las funciones asignadas a la Comisión de Control muestra el alcance de este órgano de vigilancia y supervisión, así como la necesidad de promover su correcto funcionamiento<sup>44</sup>. En este sentido, y según algunos autores<sup>45</sup>, el cometido de la Comisión puede verse obstaculizado por una inadecuada experiencia y formación de los miembros –participes, beneficiarios y promotor– que la integran. Esto da lugar a que en algunas ocasiones no pueda garantizarse el adecuado cumplimiento de las labores de control y supervisión, por su parte extremadamente complejas en estas

---

<sup>42</sup> También denominadas Comisiones especializadas o Comisiones de seguimiento.

<sup>43</sup> Por ejemplo la Comisión de Inversiones, la Comisión de Prestaciones, etcétera.

<sup>44</sup> El desempeño de estas funciones por parte de los miembros de la Comisión de Control de Fondo está sujeto a una serie de responsabilidades en las que no nos detendremos por no ser objeto principal de nuestra investigación. No obstante este campo es analizado por García Becedas, G., (1999), *op. cit.*, págs. 37–58.

instituciones y, menos aún, de poder asumir la gestión en condiciones idóneas.

Aunque esta circunstancia se hace extensiva a cualquier modalidad de PP, es más evidente, si cabe, en el caso de los PP Individuales, en los que el “*antagonismo de los partícipes se presta a abusos, legitimando la gestión mediante la apariencia de una supervisión por parte de una Comisión de Control del Fondo integrada por personas de confianza de la Entidad Gestora o Depositaria*”<sup>46</sup>.

A pesar de todo ello, valoramos positivamente la labor de la Comisión de Control del Fondo como órgano de supervisión y vigilancia, al reconocer la representación permanente de los interesados en su desarrollo y favorecer la consecución de la finalidad de previsión propia de los PP.

### **3.3.- Aspectos relativos a la Entidad Gestora**

La problemática analizada en los últimos párrafos en lo referente al control y supervisión toma diferente camino en la administración del patrimonio de un FP. Así, y a pesar de que la titularidad de este patrimonio

---

<sup>45</sup> Tapia Hermida, A. J., *op. cit.*, pág. 102, La Casa García, R., (1997), *op. cit.*, págs. 389–393 y Sanz Gadea, E., *op. cit.*, pág. 11.

<sup>46</sup> La Casa García, R., (1997), *op. cit.*, pág. 391.



corresponde a los partícipes ello no implica que dispongan de las adecuadas condiciones para administrarlo efectivamente.

De esta forma, la actividad de administración deberá ser realizada, de forma imperativa, por una Entidad profesional en este ámbito denominada Entidad Gestora. No obstante, partícipes, beneficiarios y promotores participan del proceso de gestión y administración del patrimonio. Como se expuso anteriormente, la Comisión de Control del Fondo es el órgano encargado de controlar, supervisar y determinar, entre otras funciones, el ámbito de actuación de la actividad de la Entidad Gestora.

La Comisión de Control del FP es, igualmente, la encargada de designar la Entidad Gestora que administrará el Fondo. En este sentido, la normativa reguladora de PyFP define los tipos de Entidades que pueden ser Gestoras<sup>47</sup>. Las Entidades Gestoras que reúnan los requisitos que se detallan seguidamente tendrán reservada la denominación de “Entidad Gestora de Fondos de Pensiones”.

En primer lugar, puede ser Entidad Gestora de un FP una Sociedad Anónima “ad hoc”, es decir, una Entidad con esa forma jurídica que exclusivamente se dedique a ese fin. En ese caso, debe cumplir unos requisitos y ser autorizada como tal por el Ministerio de Economía<sup>48</sup>, tal y como pasamos a analizar seguidamente.

---

<sup>47</sup> En cualquiera de los casos es necesario que estén domiciliadas en España.

<sup>48</sup> LPyFP, RPyFP y OM de 7 de noviembre de 1988.

En cuanto a los requisitos<sup>49</sup> que debe reunir se citan cinco:

- Poseer un capital desembolsado<sup>50</sup> de 100.000.000 de ptas. y, el 1 por 100 sobre activo total del Fondo que supere 1.000.000.000 de ptas.
- Inscribirse en el Registro Administrativo que existe al efecto en la DGSF<sup>51</sup>.
- Contar con un Capital Social dividido en acciones nominativas.
- No emitir obligaciones, pagarés, efectos o títulos análogos, ni dar garantía o pignorar sus activos.
- Materializar su patrimonio en un conjunto de inversiones predeterminadas<sup>52</sup>.

---

Hasta abril de 2000 la autorización la concedía el Ministerio de Economía y Hacienda.

<sup>49</sup> Art. 20.1 de la LPyFP, art. 40.1 y 2 del RPyFP.

<sup>50</sup> En este cómputo se incluyen los recursos propios, el Capital Social desembolsado y las Reservas que se determinen reglamentariamente.

<sup>51</sup> Art. 46.1 del RPyFP.

<sup>52</sup> Los recursos propios de la Entidad Gestora deberán estar invertidos en:

- Activos financieros contratados en mercados organizados, reconocidos oficialmente y de funcionamiento regular abierto al público o, al menos, a las Entidades financieras,
- Inmuebles,
- Mobiliario,
- Tesorería o,
- Cualquier otro activo adecuado al objeto social exclusivo que caracteriza a estas Entidades.

Art. 40.2 del RPyFP.

Además de los requisitos anteriores, la Sociedad Anónima “ad hoc” precisa de la autorización<sup>53</sup> correspondiente del Ministerio de Economía<sup>54</sup>. Dicha autorización recae sobre el proyecto de constitución, previa solicitud a la DGSF que deberá ir acompañada, como mínimo, de una memoria justificativa y de un proyecto de estatutos. La concesión o denegación de la autorización corresponde a la DGSF. En el caso de una respuesta positiva, la Entidad Gestora otorgará su escritura de constitución, inscribiéndose en el Registro Mercantil para finalmente hacerlo en el Registro Administrativo.

Además de la Sociedad Anónima “ad hoc”, la Entidad Gestora de un FP puede ser una Entidad Aseguradora autorizada para operar en España en el ramo de vida<sup>55</sup>, una Entidad de Previsión Social o una Mutua de Seguros.

En el primer caso, la Entidad Aseguradora compatibiliza la administración del Fondo con su actividad en el ramo del seguro de vida. Como resultado de ello, no se constituye una Sociedad Anónima “ad hoc”, *“aunque la separación patrimonial y la especificidad del riesgo puedan aconsejar la personificación diferente”*<sup>56</sup>.

---

<sup>53</sup> El proceso que debe seguir una Sociedad Anónima que desee ser Entidad Gestora de un FP se recoge en la OM de 7 de noviembre de 1988, ya citada anteriormente, en el art. 5, apartados de 1 a 3.

<sup>54</sup> Con anterioridad al mes de abril de 2000, del Ministerio de Economía y Hacienda.

<sup>55</sup> El requisito *“se entenderá cumplido con la existencia de establecimientos permanentes en España de la Entidad extranjera autorizada”*. Art. 40.3 del RPyFP.

<sup>56</sup> Moreno Royes, F., Santidrian Alegre, J. y Ferrando Piñol, A., *op. cit.*, pág. 147.

El proceso de constitución de esta modalidad de Entidad Gestora requiere el desembolso del Capital Social en la misma forma que lo expuesto para las Sociedades Anónimas “ad hoc”<sup>57</sup> y la inscripción en el registro al efecto de la DGSF<sup>58</sup>.

Por último, en el apartado de Entidades de Previsión Social y Mutuas de Seguros es necesario que, previa notificación al Ministerio de Economía, tengan un Fondo Mutual de 100.000.000 de ptas. desembolsado, incrementado en un 1 por 100 del exceso de activo total del Fondo o Fondos gestionados sobre 1.000 millones de ptas.<sup>59</sup>. Una vez cumplidos estos requisitos, la Entidad de Previsión Social y la Mutua de Seguros podrán ser Entidades Gestoras de FP.

El número de Entidades Gestoras inscritas en el Registro Administrativo de la DGSF creció de forma importante en los primeros años con la implantación de los PyFP, para pasar a un número prácticamente constante desde entonces, salvo en 1999, que disminuyeron<sup>60</sup>.

---

<sup>57</sup> Art. 20.2 de la LPyFP y arts. 40.3 del RPyFP.

<sup>58</sup> Art. 5.6 de la OM de 7 de noviembre de 1988.

<sup>59</sup> En este sentido, la normativa de PyFP comprende que estas Entidades puedan tener dificultades para alcanzar esa cifra de Fondo Mutual. Por ello, la Disposición Transitoria cuarta del RPyFP concede un plazo de cinco años, contados desde el comienzo del ejercicio siguiente a aquél en que efectúen la mencionada notificación al Ministerio, para alcanzar dicho importe, siempre que cumplan una serie de condiciones recogidas en la citada disposición.

<sup>60</sup> El número de Entidades Gestoras inscritas en la DGSF se recoge en el siguiente cuadro:

<b>Año</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

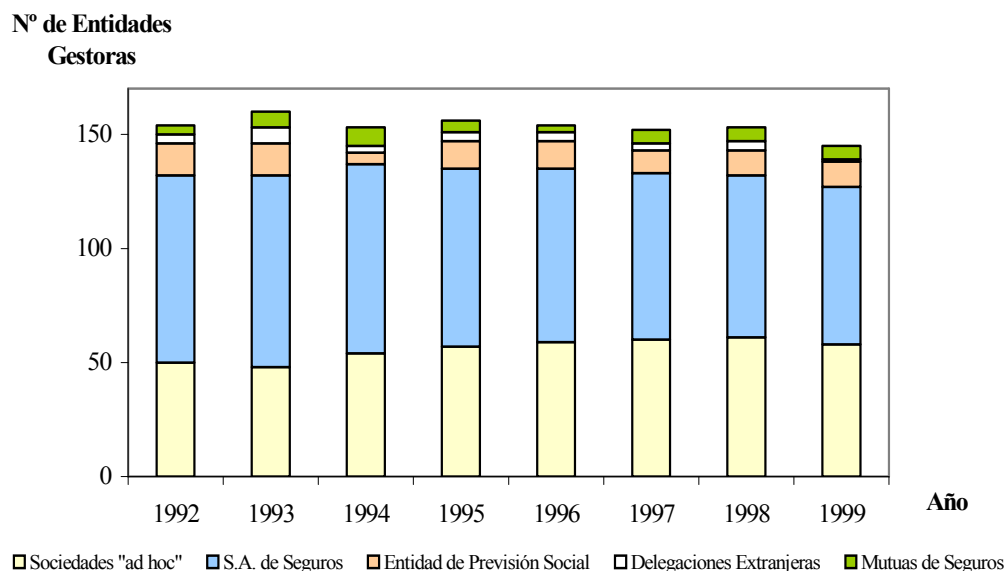
La Figura 3.5 ilustra la distribución de Entidades Gestoras en función de estas categorías así como la importancia del número de Entidades Aseguradoras –sobre todo de las Sociedades Anónimas del ramo de vida–, en relación a aquéllas sociedades creadas exclusivamente para esta actividad. No obstante, se aprecia una ligera tendencia alcista en éstas últimas mientras que el número de Entidades aseguradoras se ha reducido.

<b>Nº de Entidades Gestoras</b>	109	139	149	156	160	154	153	156	154	152	153	145
---------------------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Fuente: *Memorias estadísticas de Planes y Fondos de Pensiones de 1991 a 1999.*

A pesar del volumen de Entidades Gestoras inscritas en la DGSF, no todas ellas llevan a cabo una gestión real. Por ejemplo, a finales de 1999 el Registro Administrativo de la DGSF contaba con 145 Entidades inscritas, de las que sólo 116 administraban Fondos. Además, de las 116 Entidades que efectivamente lo hacían, existían 5 con Fondos que carecían de patrimonio. Como resultado de todo ello, sólo 111 Gestoras llevan a cabo la gestión real y efectiva de FP con patrimonio.

**Figura 3.5.- Tipología de Entidades Gestoras en el periodo 1992-1999**



Fuente: Elaboración propia a partir de los Informes Estadísticos de Seguros Privados y de Planes y Fondos de Pensiones de la DGSF para el periodo 1992-1999.

Esta importancia se relativiza, sin embargo, al analizar el patrimonio que unas y otras administran. Así, en 1999 las Entidades Aseguradoras gestionaban 1,5 billones de ptas. –el 28 % del patrimonio total de los FP– frente a los 3,9 billones de las Entidades Gestoras, lo que supone el 72% del patrimonio de los FP. Lo mismo ocurre si analizamos la distribución de los partícipes por Entidades Gestoras: 24% y 76%, respectivamente<sup>61</sup>.

La Entidad Gestora de un FP, como se expuso anteriormente, es el órgano encargado de gestionar y administrar el patrimonio del Fondo siguiendo las pautas definidas por la Comisión de Control. Las actividades o

<sup>61</sup> Memoria Estadística de Planes y Fondos de Pensiones de 1999, págs. 194 y 195.

cometidos de una Entidad Gestora en el marco de los PyFP se agrupan, esencialmente, en tres, a saber: la administración del Fondo, la rendición de cuentas y el control del Depositario.

La administración del patrimonio del Fondo constituye el núcleo de actividad de la Entidad Gestora. Su amplio contenido nos induce a diferenciar la *administración interna*, referida a las relaciones del Fondo con los Planes a él adscritos, de la *administración externa*, vinculada principalmente a la inversión del activo del Fondo.

La *administración interna*, también conocida como burocrática, concede escasa primacía a la Entidad Gestora. En este apartado se incluyen, principalmente, la participación en la escritura pública de constitución del Fondo, el cálculo de los saldos de las cuentas de posición, derechos y obligaciones de los Planes integrados en el Fondo, la emisión<sup>62</sup> de los certificados de pertenencia a los PP, la revisión anual de certificación de las aportaciones de los Planes y la valoración de la cuenta de posición del Plan si se va a movilizar a otro PP<sup>63</sup>.

Sin perjuicio de la importancia que las actividades anteriores pudieran tener, la *administración externa* es la más relevante. Ésta consiste, principalmente, en la inversión del patrimonio del FP, y de ella depende en gran medida el logro del objeto previsor característico de los PP, es decir, la

---

<sup>62</sup> Estas funciones las llevará a cabo junto con la Entidad Depositaria.

<sup>63</sup> Art. 40.6 del RPyFP.

acumulación de las aportaciones/contribuciones y de sus rendimientos, que habrán de permitir la obtención de los recursos suficientes con los que atender las prestaciones previstas.

En un principio, las labores de *administración externa* corresponden a la Comisión de Control del Fondo. En este apartado se incluyen el ejercicio de los derechos derivados de los títulos y demás bienes integrados en el Fondo<sup>64</sup>, la autorización del traspaso de cuentas de posición a otros Fondos, la selección de las inversiones a realizar<sup>65</sup>, así como la solicitud de compra o venta de activos al depositario<sup>66</sup>. Adicionalmente, podrá contratar la administración de los activos financieros extranjeros a otras Entidades de inversión especializadas domiciliadas en cualquier Estado de la Unión Europea<sup>67</sup>. La Comisión de Control del Fondo puede delegar todas estas funciones, total o parcialmente, en la Entidad Gestora. Esto último es lo más habitual.

---

<sup>64</sup> En este sentido, destacar la importancia creciente que vienen adquiriendo los FP como inversores institucionales y el consiguiente poder en la toma de decisiones de las principales empresas cotizadas en nuestro país y en el extranjero.

<sup>65</sup> Esta función deberá respetar el régimen financiero de los FP –art. 16 y ss. de la LPyFP y art. 34 y ss. del RPyFP– y, en especial, observar las normas sobre inversiones –art. 16 de la LPyFP y art. 34 del RPyFP–, sobre las condiciones generales de las operaciones –art. 17 de la LPyFP y art. 35 del RPyFP– que le imponen restricciones específicas de contratación con el FP, y respetar los límites de las obligaciones del Fondo frente a terceros –art. 18 de la LPyFP y art. 36 del RPyFP–.

El régimen financiero de un FP así como el análisis de las inversiones se analizarán de una forma más extensa en el apartado 3.5.– Formación de carteras en los Fondos de Pensiones.

<sup>66</sup> Art. 40.7 del RPyFP.

<sup>67</sup> Este extremo ha sido regulado recientemente en España y afecta a los activos financieros extranjeros, siempre en un importe inferior al 20% del total de las inversiones financieras y tesorería del Fondo.

Sobre éste y otros aspectos tales como los requisitos que deben reunir las Entidades de Inversión, condiciones del contrato, remuneración, etcétera, *Cfr.* Real Decreto 1351/1998, de 26 de



Cuando la delegación es total, la Entidad Gestora deberá actuar acorde al modelo del experto en los negocios y mercados en que se concrete y desenvuelva la gestión del Fondo. En cambio, en el caso de que la Entidad Gestora haya de sujetarse a los dictados de la política contenida en las normas de funcionamiento del Fondo o a las instrucciones de la Comisión de Control, su responsabilidad derivará de los daños ocasionados por el eventual incumplimiento de las citadas indicaciones, aun cuando su seguimiento deba matizarse en los términos conocidos<sup>68</sup>.

En segundo lugar, entre las funciones encomendadas a la Entidad Gestora está la de llevar la contabilidad del Fondo al día así como la rendición de cuentas en la forma prevista<sup>69</sup>. En éste último caso, la Entidad Gestora, formulará el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias y la memoria explicativa del ejercicio anterior del Fondo o Fondos administrados, dentro del primer cuatrimestre de cada ejercicio económico. Una vez concluidos estos documentos, deberán ser sometidos a la aprobación de la Comisión de Control del Fondo respectivo.

---

junio, por el que se establecen las condiciones para la contratación de la administración y depósito de los activos financieros extranjeros de los Fondos de Pensiones, BOE núm. 161, de 7 de julio.

<sup>68</sup> En este sentido, viene siendo cada vez más habitual, sobre todo en los PP del sistema de Empleo, el que la Comisión de Control del Fondo y la Entidad Gestora suscriban un contrato de gestión en el que se especifiquen aspectos relacionados con la responsabilidad por descubiertos del promotor, retrasos en el pago de las prestaciones, rentabilidades no satisfactorias, etcétera. En algunas ocasiones, el acuerdo hace referencia también a ofertas de servicios bancarios para los partícipes, plazos para movilizar de un Plan a otro, etcétera.

<sup>69</sup> Art. 40.6.c) del RPyFP.

La citada información contable, junto a la concerniente a las cuentas anuales debidamente aprobadas y auditadas de la propia Entidad Gestora, se presentarán a la DGSF<sup>70</sup> y a la Comisión de Control del Fondo y de los PP integrados en el Fondo. También debe hacerse pública dentro del primer semestre de cada ejercicio económico<sup>71</sup>.

Por último, corresponde a la Entidad Gestora el control de la actividad de la Entidad Depositaria<sup>72</sup>.

Como contraprestación a las funciones detalladas, la Entidad Gestora devenga el derecho a la comisión acordada en las normas de funcionamiento del Fondo<sup>73</sup>. La comisión no podrá ser superior al 2%<sup>74</sup> sobre el patrimonio del Fondo anual<sup>75</sup>, ni función de los resultados<sup>76</sup>.

---

<sup>70</sup> Con esta información la DGSF pretende alcanzar un adecuado conocimiento de la realidad del sector, así como complementar los instrumentos necesarios para desarrollar la supervisión administrativa de los PyFP encomendada al Ministerio de Economía. En este sentido, en 1996 se introdujeron algunos cambios en dicho sistema de información, por ejemplo, en la estructuración de la información estadístico-contable en todas sus vertientes –patrimonial, financiero y actuarial– y en el soporte de la información, que pasó a ser magnético.

*Cfr.* Orden de 12 de marzo de 1996 por la que se aprueba el sistema de información estadístico-contable de las Entidades Gestoras de Fondos de Pensiones, BOE núm. 69, de 20 de marzo.

<sup>71</sup> Art. 19 de la LPyFP y art. 38 del RPyFP.

<sup>72</sup> Art. 41.6 del RPyFP.

<sup>73</sup> Apartado incluido en la escritura de constitución del FP. Art. 28.3.f) del RPyFP.

<sup>74</sup> Art. 43.1 del RPyFP.

<sup>75</sup> De acuerdo con lo que el contenido del art. 43.1 del RPyFP parece evidenciar, el porcentaje del 2% anual se debería aplicar sobre el valor del patrimonio acumulado por el FP. Sin embargo, ese lapso de tiempo no se hace extensivo en la práctica al periodo de cálculo. Lo más habitual es que se devenga diariamente y se liquide por la Entidad Gestora con la periodicidad que se determine en las normas de funcionamiento del Fondo.

*Cfr.* Bercovitz, A., (1974), “Los resultados del Fondo” en AAVV, *Coloquio sobre el régimen jurídico de los Fondos de Inversión Inmobiliaria*, Bilbao, págs. 405–408 y Fernández Rañada, P. (1984) “Las Sociedades y los Fondos de Inversión Mobiliaria. Las Instituciones de

Además de esta comisión, el FP asume otra serie de gastos implícitos originados en la gestión del patrimonio. En este apartado se incluyen los gastos de rotación de cartera<sup>77</sup>, de contratación –corretaje– y de cambio de moneda<sup>78</sup>. En la práctica hemos podido constatar que algunas Entidades Gestoras presentan al Fondo una estimación de gastos por estos conceptos y se imputan diariamente sobre el valor del patrimonio. Si al final del ejercicio se observa alguna desviación entre el presupuesto y lo efectivamente gastado por estos conceptos, se procedería a realizar los ajustes necesarios. Con esto lo que se pretende es diluir uniformemente en el tiempo el efecto de estos gastos y, consiguientemente, evitar el efecto negativo que producirían sobre las prestaciones que se devengarán el día del pago de esas comisiones.

Si el Fondo integrara varios Planes, se procederá a la distribución de la citada comisión y gastos conforme a los criterios establecidos al efecto en las normas de funcionamiento. Lo más habitual es que se recoja una contribución

---

Inversión Colectiva”, *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el sistema financiero*, núm. 12, págs. 19–20.

<sup>76</sup> Viene siendo habitual que esta comisión sea la máxima en los Planes Individuales. Sin embargo, en los PP de la modalidad de Empleo la comisión de gestión es inferior debido principalmente a la competencia y el elevado volumen de recursos. Así, hemos podido constatar que en los PP con aportaciones anuales cercanas a los 400 millones de pts., es habitual que deba pagar una comisión de gestión del 0,03%. Estos porcentajes son incluso inferiores para PP con un volumen de aportaciones superiores o para los primeros años de prestación de servicio.

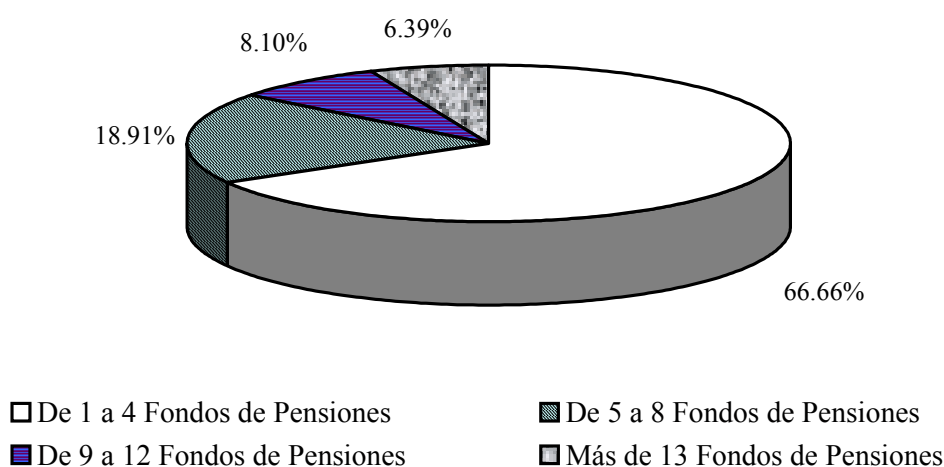
<sup>77</sup> Los gastos de rotación de activos son los originados por todas las compras y ventas realizadas por el FP. Algunas Entidades Gestoras desglosan en este apartado los gastos de rotación de cartera originados por otras causas diferentes a las nuevas contribuciones así, como a las compras o ventas relacionadas con cambios en la estrategia de inversión.

<sup>78</sup> Fernández Valbuena, S., (2000), “Cómo evaluar a su gestora”, *AAVV VI Jornadas del Plan de Pensiones de los empleados de Telefónicas sobre inversiones*, organizadas por la Comisión de Control de Plan de Pensiones Empleados de Telefónica, Madrid, págs. 15 y 16.

proporcional al saldo de la cuenta de posición de cada uno de los Planes adscritos<sup>79</sup>.

Para concluir el apartado, analizamos el grado de concentración de Fondos por Entidad Gestora en España. Como se expuso anteriormente, los FP serán administrados con las limitaciones ya citadas por una Entidad Gestora. Ello significa que cada FP contará con los servicios de una Entidad Gestora pudiendo ocurrir, por lo tanto, que varios Fondos sean gestionados por una misma Entidad profesional.

**Figura 3.6.- Agrupación de Fondos de Pensiones por Entidad Gestora en 1999**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la DGSF.

---

<sup>79</sup> Sánchez Calero, F., *op. cit.*, pág. 27.

Ahora bien, en la Figura se observa que lo más habitual es que una Entidad Gestora administre entre uno y cuatro FP. Así, de las 111 Entidades que tienen actividad, el 66,66% –74 Gestoras– administran uno, dos, tres o cuatro Fondos. De ellas, 40 administran un Fondo exclusivamente, lo que representa el 36,03% del total de las Gestoras.

### **3.4.– Aspectos relativos a la Entidad Depositaria**

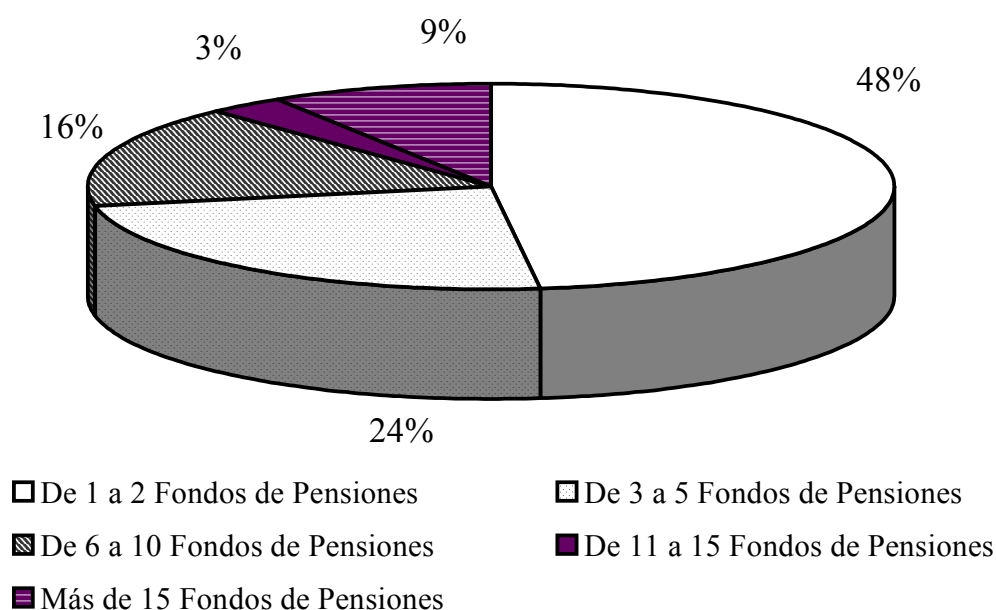
El esquema de funcionamiento de los FP en España precisa, además de la labor de la Comisión de Control y la Entidad Gestora, del concurso de una Entidad Depositaria. La Entidad Depositaria se encarga, en términos generales, de custodiar y depositar los valores mobiliarios y demás activos financieros que integran el patrimonio de un FP<sup>81</sup>.

Al igual que ocurría con la Gestora, una misma Entidad podrá ser depositaria de varios Fondos. Esta posibilidad, aunque viable, es poco habitual en la práctica. La Figura 3.7 ilustra que en 1999 el 50% de las Entidades Depositarias custodiaban y supervisaban no más de 2 Fondos.

#### ***Figura 3.7.– Concentración de Fondos de Pensiones por Entidad Depositaria en 1999***

---

<sup>81</sup> Art. 41.1 del RPyFP.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la DGSF.

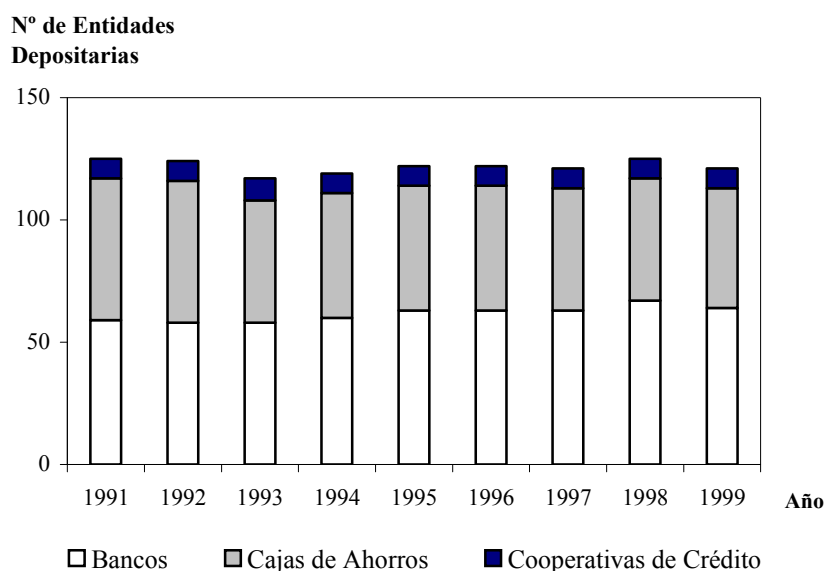
La Entidad Depositaria es un Banco, Caja de Ahorros o Cooperativa de Crédito domiciliada en España<sup>82</sup> e inscrita en el correspondiente Registro Administrativo de la DGSF<sup>83</sup>. En la Figura 3.8 se ilustra esta distribución de Entidades Depositarias para el periodo comprendido entre 1991 y 1999. En ella cabe destacar que, a 31 de diciembre de 1999, el número de Entidades inscritas en el citado Registro ascendía a 121 si bien dos de ellas realizan funciones de depósito de FP vacíos y 18 no realizan esas funciones. Además, y al igual que ocurría con el número de Entidades Gestoras, en 1999 se produjo, por primera vez una disminución en el número de Entidades Depositarias. De las 121 Entidades Depositarias, 64 eran Bancos, 49 Cajas de Ahorro y 8 Cooperativas de Crédito. Igualmente, apreciamos que la distribución viene a ser prácticamente la

<sup>82</sup> Art. 41.1 del RPyFP.

<sup>83</sup> Art. 46 del RPyFP.

misma desde 1991, fecha en la que se estabiliza el número de Entidades<sup>84</sup>. Cuando se trate de activos financieros extranjeros, el depositario puede ser también<sup>85</sup> una Entidad con domicilio social en el territorio del espacio económico europeo

**Figura 3.8.– Distribución de Entidades Depositarias de Fondos de Pensiones según su naturaleza entre 1991 y 1999**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la DGSF.

<sup>84</sup> En el siguiente cuadro se representa el número de Entidades Depositarias de Fondos de Pensiones inscritas en el Registro Administrativo de la DGSF donde se puede observar que el número de Entidades Depositarias ha permanecido prácticamente constante desde 1991.

Año	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Nº Entidades Depositarias	89	100	128	122	124	117	119	122	122	121	125	121

Fuente: Elaboración propia a partir de las *Memorias Estadísticas de Planes y Fondos de Pensiones de 1991 a 1999*.

<sup>85</sup> Real Decreto 1351/1998, art. 2.2.



La principal función o cometido de la Entidad Depositaria es, como se expuso al principio de éste epígrafe, el depósito y custodia de los valores mobiliarios y demás activos financieros integrados en el Fondo<sup>86</sup>. La función de depósito de la Entidad se concreta en la “*recepción de los valores propiedad del Fondo de Pensiones, constitución de depósitos, garantizar su custodia y expedir los documentos justificativos*”<sup>87</sup>. De igual forma, su actividad se hace extensiva a la recepción y custodia de los activos líquidos del Fondo<sup>88</sup>.

La actividad de depósito también incluye el cobro de los rendimientos de las inversiones así como otras operaciones similares que se deriven del depósito de valores<sup>89</sup>. Igualmente, es el organismo competente para realizar por cuenta del FP las operaciones de compra y venta de valores<sup>90</sup> acordadas por la Entidad Gestora<sup>91</sup>.

A pesar de las funciones de depósito y custodia, la Entidad Depositaria también participa en el otorgamiento de la escritura de constitución y en el proceso de disolución y liquidación del Fondo<sup>92</sup>. Incluso puede llegar a ocurrir que una misma Entidad sea Entidad Gestora y Entidad Depositaria de un mismo FP<sup>93</sup>, en el proceso de sustitución de una u otra.

---

<sup>86</sup> Al igual que ocurría con la Entidad Gestora, la Depositaria tiene abierta la posibilidad de contratar el servicio de depósito para el caso de activos financieros extranjeros y cuyas condiciones se recogen en el Real Decreto 1351/1998.

<sup>87</sup> Art. 41.6.g) del RPyFP.

<sup>88</sup> Art. 41.6.h) del RPyFP.

<sup>89</sup> Art. 41.6.e) del RPyFP.

<sup>90</sup> Art. 41.6 e) del RPyFP

<sup>91</sup> Art. 21.2 de la LPyFP.

<sup>92</sup> Art. 41.6.a) del RPyFP.

<sup>93</sup> Art. 41.5 del RPyFP.

Por otro lado, la Entidad Depositaria tiene asignadas un conjunto de funciones de carácter interno, es decir, relacionadas con los Planes, partícipes y beneficiarios, que realiza conjuntamente con la Entidad Gestora<sup>94</sup>. En este apartado se enumeran la emisión de los certificados de pertenencia de los partícipes, el cobro y pago de los PP, así como el traspaso de los derechos consolidados de un PP a otro. Además, la Entidad Depositaria será la encargada de realizar el traspaso de la cuenta de posición de un PP a otro Fondo<sup>95</sup>.

Por último, la Entidad Depositaria vigila la actividad de la Entidad Gestora<sup>96</sup> ante las Entidades Promotoras de los Planes en cuanto al estricto cumplimiento de las obligaciones de ésta.

Los servicios prestados por la Entidad Depositaria tienen un precio acordado previamente con la Comisión del Control del Fondo, sin que en ningún caso pueda rebasar el 0,6% anual del valor nominal del patrimonio custodiado – en el que no se incluye, por lo tanto, las inversiones reales del FP–<sup>97</sup>. Según datos de la DGSF, el total de gastos declarados por este concepto se eleva a 7.788 millones de ptas., lo que supone algo menos del 0,2%<sup>98</sup> del patrimonio custodiado.

---

<sup>94</sup> Art. 41.6.c) y d) del RPyFP.

<sup>95</sup> Art. 41.f) del RPyFP.

<sup>96</sup> Art. 41.2 del RPyFP.

<sup>97</sup> En este marco no se encuentran incluidas las comisiones por otros servicios. Art. 21.4 de la LPyFP.

<sup>98</sup> *Cfr. Memoria Estadística Planes y Fondos de Pensiones de 1999*, Ed. Ministerio de Economía, Madrid, pág. 228.

Este hecho ilustra la misma situación que expusimos en el apartado dedicado a la Entidad Gestora en relación a las comisiones de gestión en las diferentes modalidades de PP. En el caso de la

### **3.5.– Formación de carteras en los Fondos de Pensiones**

#### **3.5.1.– Introducción**

Un FP es una masa patrimonial a la que afluyen periódicamente las aportaciones del partícipe y del promotor, si es el caso, con las que se deberán cubrir al vencimiento las prestaciones de los PP integrados en él. Esta circunstancia hace que el patrimonio acumulado por los Fondos sea objeto de una gestión financiera con la que se perseguirán dos metas<sup>99</sup>, a saber:

- Rentabilizar al máximo la inmovilización de recursos que tiene lugar en los mismos<sup>100</sup>, garantizando a los partícipes el mantenimiento y, en su caso, el incremento del poder adquisitivo de las aportaciones y contribuciones realizadas.

---

Entidad Depositaria es habitual que sus servicios se remuneren en torno al 0,02%, en los PP del sistema de Empleo.

<sup>99</sup> Oliver Alfonso, M. D., Palacín Sánchez, M. J. y De La Torre Gallegos, A., (1997), “Perspectivas futuras de los Fondos de Pensiones en España”, Actualidad Financiera, nº 11, noviembre, pág. 74.

<sup>100</sup> En el apartado 5.3.– La movilización de los derechos económicos del partícipe, se analiza este aspecto para cada una de las modalidades de PP.

- Garantizar la seguridad de las aportaciones del partícipe o promotor, con el objeto de alcanzar la obtención de la prestación en la forma prevista<sup>101</sup>.

Como resultado de ello, la gestión de los Fondos es testigo de un conflicto entre el objetivo de alcanzar la máxima rentabilidad y el de asumir el mínimo riesgo en la inversión de las aportaciones y contribuciones.

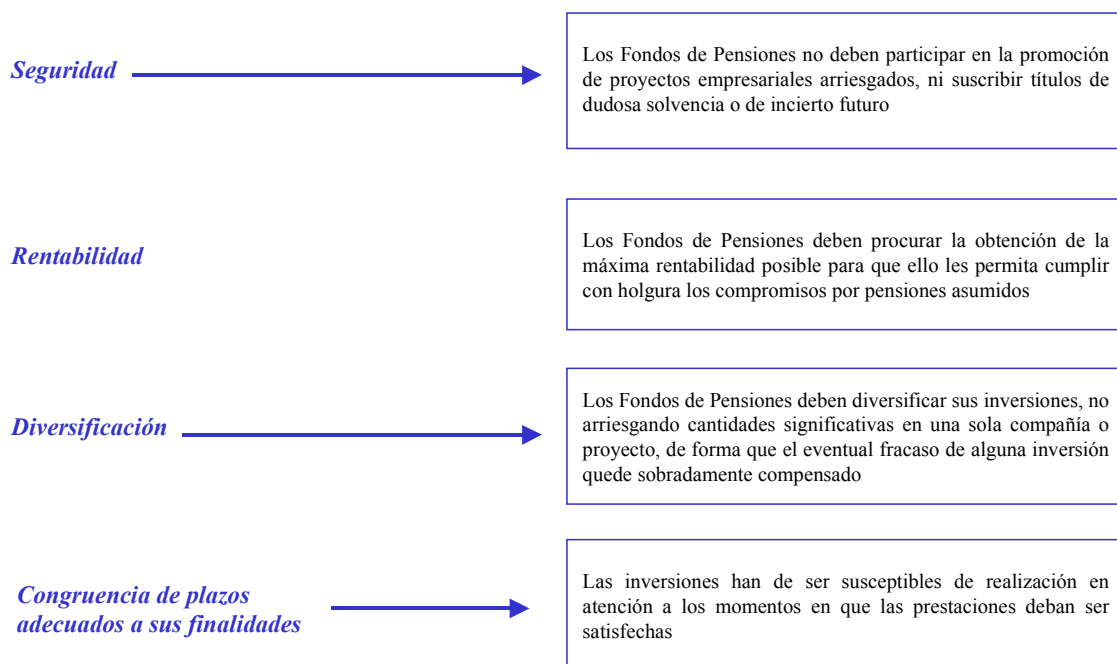
Esta divergencia está igualmente presente en la regulación del régimen financiero de los FP: *“el activo de los Fondos de Pensiones, con exclusión de las dotaciones para el pago de primas de seguros o coste de las garantías en virtud de los Planes total o parcialmente asegurados o garantizados, estará invertido de acuerdo con criterios de seguridad, diversificación, rentabilidad y congruencia de plazos adecuados a sus finalidades”*<sup>102</sup>. El contenido de estos criterios se recoge en la Figura 3.9.

***Figura 3.9.– Criterios generales de inversión de los Fondos de Pensiones***

---

<sup>101</sup> Las modalidades de prestaciones, aportaciones más habituales en los PP de la modalidad de Empleo se analizan en el apartado 6.3.1.3.– Régimen de prestaciones, aportaciones y distribución de los derechos consolidados.

<sup>102</sup> Art. 16.1 de la LPyFP y art. 34.1 del RPyFP.



Fuente: Elaboración propia a partir de Moreno Royes, F, Santidrian Alegre, J. y Ferrando Piñol, A., *op. cit.*, pág. 119.

### 3.5.2.– Composición de la cartera de inversiones un Fondo de Pensiones

#### 3.5.2.1.– Limitaciones a la inversión de los Fondos de Pensiones

La Comisión de Control del Fondo, junto con la Entidad Gestora y Depositaria, deberán observar en su cometido de administración y gestión de las inversiones de un FP los criterios citados. Al objeto de adecuar esta parte del

activo del Fondo a los criterios anteriores, se proponen unas normas o restricciones<sup>103</sup> que pasamos a analizar a continuación.

La cartera de inversiones de un FP estará compuesta, al menos en un 90%, de:

- ☞ activos financieros contratados en mercados organizados reconocidos oficialmente y de funcionamiento regular abierto al público o, al menos, a las Entidades financieras,
- ☞ créditos con garantía hipotecaria,
- ☞ inmuebles y
- ☞ depósitos bancarios.

En este porcentaje del 90%, y con el fin de promover la diversificación y la seguridad, se limita la inversión de los FP por emisor y por activos. Así, los activos financieros suscritos por el FP<sup>104</sup>, emitidos y avalados por una misma Entidad<sup>105</sup>, no podrán superar<sup>106</sup> –en valor nominal– el 5% del total de los títulos en circulación de aquélla, ni exceder del 10%<sup>107</sup> del total de los integrados en el Fondo.

---

<sup>103</sup> Art. 34.1 y 2 del RPyFP.

<sup>104</sup> En el caso de FP administrados por una misma Entidad Gestora o por Entidades Gestoras pertenecientes a un mismo Grupo de Sociedades, estas restricciones serán de aplicación al balance consolidado del conjunto de los Fondos. Art. 34.7 del RPyFP.

<sup>105</sup> Sin embargo habría que matizar que la limitación a la inversión en una empresa o en un grupo no se limita a las participaciones de capital, sino que se hace extensiva a todos los activos financieros.

<sup>106</sup> Estas limitaciones pueden ser modificadas por el Ministerio de Economía si lo considerara oportuno si peligrara el adecuado desenvolvimiento financiero de los planes integrados en el Fondo. Art. 34.4 del RPyFP.

<sup>107</sup> En este sentido el art. 34.4 del RPyFP establece: “*Estas restricciones no son aplicables a los activos emitidos o avalados por el Estado o sus Organismos autónomos, las Comunidades Autónomas, [...]*”.

De igual forma, la inversión en depósitos bancarios no podrá superar el 15%<sup>108</sup> del activo del Fondo. Para la verificación de éste y los anteriores límites, es necesaria la valoración previa de los activos del Fondo conforme a los criterios que analizaremos en el apartado 6 de este capítulo<sup>109</sup>.

El resto de la cartera del Fondo –como máximo el 10%<sup>110</sup>– se deberá materializar, al menos un 1%, en depósitos a la vista y activos del mercado monetario con vencimiento no superior a tres meses, es decir, en liquidez. Con estas partidas el Fondo podrá atender el puntual y adecuado cumplimiento del pago de las prestaciones causadas de los PP integrados en él. Este porcentaje del activo del Fondo en liquidez es el mínimo exigible. De hecho, cada Fondo deberá estimar, a la luz de las correspondientes valoraciones actuariales, el grado de liquidez que precisa para hacer frente a las prestaciones causadas, siempre superior al 1%.

El resto, hasta completar el citado 10%, podrá ser destinado a la adquisición de cualquier tipo de inversión siempre de acuerdo a los criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia citados. En resumen, la composición de la cartera de inversiones de un FP es la que se recoge en la Figura 3.10.

***Figura 3.10.– Composición de la cartera de inversiones de un Fondo de Pensiones***

---

<sup>108</sup> Art. 34.1 del RPyFP.

<sup>109</sup> Cfr. 3.6.– Valoración de las inversiones de los Fondos de Pensiones.

<sup>110</sup> Excluido el coste de los seguros y garantías de los PP.

<p><b>% Sobre el total de inversiones</b></p>	<p><b>Soporte de la inversión</b></p>
<p><i>Inversiones Predeterminadas</i> (mínimo 90%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Activos financieros contratados en mercados organizados reconocidos oficialmente y de funcionamiento regular abierto al público o, al menos, a las Entidades financieras.</li> <li>– Depósitos bancarios.</li> <li>– Créditos con garantía hipotecaria.</li> <li>– Inmuebles.</li> </ul>
<p><i>Inversiones Líquidas</i> (mínimo 1%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Depósitos a la vista.</li> <li>– Activos del mercado monetario con vencimiento inferior a los tres meses.</li> </ul>
<p><i>Inversiones Libres</i> (máximo 9%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Activos financieros que no cotizan en mercados organizados reconocidos oficialmente.</li> <li>– Otras inversiones financieras o reales.</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia

Un FP puede invertir en mercados domésticos o extranjeros. En términos generales, para los activos financieros extranjeros será de aplicación el Real Decreto 672/1992<sup>111</sup>. Con carácter particular, el ya citado Real Decreto 1351/1998 limitaba la inversión no doméstica a través de Entidades de Inversión y de Depósito extranjeras al 20% del total de las inversiones financieras y tesorería del FP<sup>112</sup>. Además, estas inversiones deberán materializarse necesariamente en activos financieros negociados de forma habitual en mercados de países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico<sup>113</sup>.

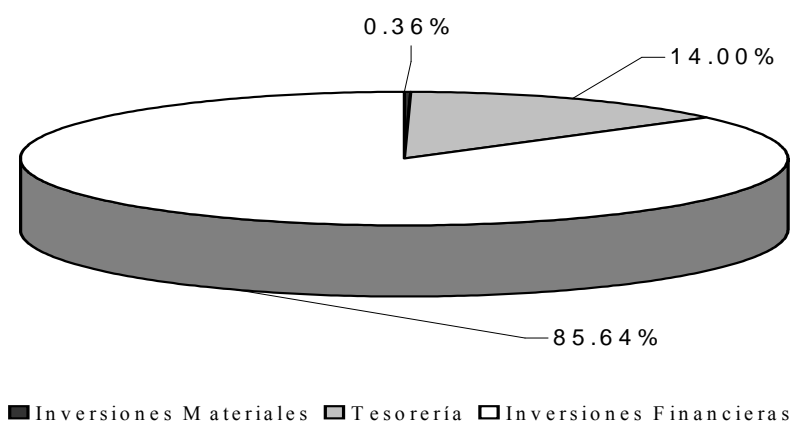
<sup>111</sup> Real Decreto 672/1992, de 2 de julio, sobre inversiones españolas en el extranjero, BOE núm. 215, de 7 de septiembre.

<sup>112</sup> Art. 3.1.



En la Figura 3.11 se ilustra la distribución de las inversiones de los FP en España a finales de 1999, con una evidente primacía de las inversiones financieras sobre las reales, como pasamos a analizar seguidamente.

**Figura 3.11.– Inversiones de los Fondos de Pensiones en 1999**



Fuente: Elaboración propia a partir de las Memorias Estadísticas de 1999 de la DGSE, pág. 59.

La inversión de los FP españoles en activos reales<sup>114</sup> ha descendido en términos absolutos y relativos durante los últimos ejercicios. En 1993 ésta partida representaba el 1,5% –22.957 millones de ptas.– para ir disminuyendo paulatinamente hasta situarse en 1999 en un 0,36% –17.126 millones de ptas.– sobre el total de inversiones y tesorería.

El nivel de tesorería de los FP españoles, por su lado, supera ampliamente el mínimo exigido por Ley. Según los datos del sector proporcionados por la

---

<sup>113</sup> Art. 4.2 del Real Decreto 1351/1998.

<sup>114</sup> En este apartado se recogen principalmente las inversiones en inmuebles.

DGSF, la inversión en tesorería de los FP a finales de 1999 ascendía al 14% frente al 10,67% de 1998 sobre el total de las inversiones y tesorería<sup>115</sup>. No obstante, este resultado debe ser valorado con cierta cautela por varias causas. Por un lado, está el hábito de muchos partícipes de concentrar las aportaciones a PP a finales del año. Estas cantidades permanecen transitoriamente depositadas en Caja invertidos en activos del mercado monetario a la espera de la inversión definitiva en renta fija, renta variable, inmuebles, etcétera. Por otro lado, el comportamiento de la Bolsa pudo motivar la venta de títulos a la espera de una mayor tranquilidad en los mercados.

Por lo que respecta al apartado de inversiones financieras, éstas han aumentado su importancia paulatinamente durante los últimos ejercicios, para disminuir levemente en 1999. En 1998 ascendían al 83,82% frente al 85,64% sobre el total de las inversiones y tesorería en 1999<sup>116</sup>. Dentro del capítulo de inversiones financieras, no obstante, apreciamos distinta tendencia en los casos de renta fija y activos financieros de renta variable.

La Figura 3.12 muestra que el criterio rector de las inversiones financieras de los FP en España, durante los cinco últimos años ha sido la cautela y la prudencia debido al incremento paulatino de los recursos acumulados se materializa en renta fija.

---

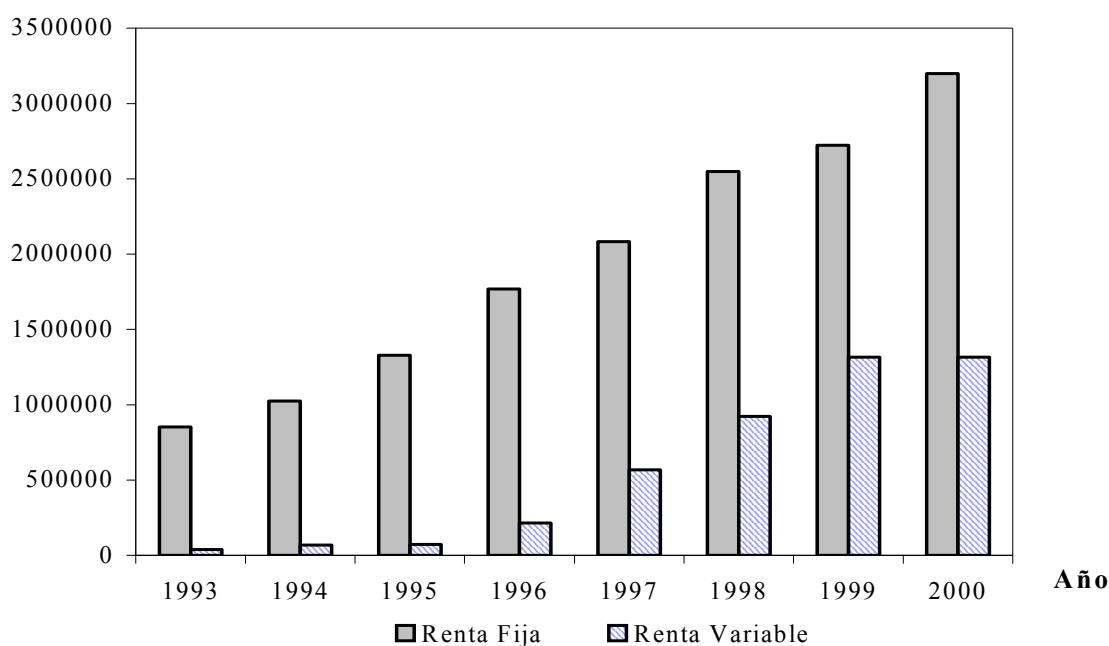
<sup>115</sup> Cfr. *Memorias Estadísticas de Planes y Fondos de Pensiones de 1999*, pág. 59.

<sup>116</sup> Cfr. *Memorias Estadísticas de Planes y Fondos de Pensiones de 1999*, pág. 59.

No obstante, desde 1995 se viene observando un decremento en el crecimiento de las inversiones en renta fija y la aceleración en el de las inversiones en renta variable<sup>117</sup>. Este cambio tiene su origen en la bajada de los tipos de interés hasta 1999 y la buena marcha de las Bolsas españolas durante estos últimos años. Según datos de la DGSF, la inversión en renta fija de los FP en 1999 fue del 56,52% frente al 62,05% de 1998. La posición en renta variable, por su lado, pasó del 22,5% en 1998 al 27,32% en 1999.

**Figura 3.12.– Inversiones en renta fija y variable en los Fondos de Pensiones en el periodo 1993–2000**

**Fondos acumulados  
(mill. Ptas.)**



<sup>117</sup> Datos obtenidos de la *Memoria Estadística de Planes y Fondos de Pensiones de 1999*, pág. 59.

Fuente: Elaboración propia a partir de información de la DGSF e Inverco.

Según Inverco, los FP en España invertían, a finales del 2000, un 19% en tesorería, un 21% en renta variable y un 51% renta fija. Esto se debe principalmente a que desde marzo del 2000, los gestores han ido reduciendo su exposición a la renta variable, especialmente la doméstica a medida que los índices bursátiles iban cayendo. Al mismo tiempo han aumentado sus inversiones en renta fija y mantenido un alto porcentaje en tesorería<sup>118</sup>.

Otro aspecto a destacar es la inversión de los FP españoles en mercados extranjeros. Los beneficios de la diversificación vía inversión no doméstica se ven potenciados en nuestro país por las restricciones a la concentración de riesgos por activos y por Entidad emisora<sup>119</sup> anteriormente expuestas, así como por la implantación del euro.

La reducida dimensión de algunas empresas nacionales junto al incremento de los recursos a largo plazo que canalizan los FP ha favorecido la suscripción de activos financieros en mercados no domésticos. En ese fin de animar a los FP españoles a la inversión en esos mercados se cita el mencionado

---

<sup>118</sup> Estos datos, no obstante, deben ser valorados con cautela. Los datos oficiales del sector son los de la DGSF y no los de Inverco, que hasta la publicación de los primeros nos sirven a título orientativo. Por ejemplo, según Inverco el patrimonio de los FP fue 5,2 billones de ptas., mientras que la DGSF señala 5.367.719 millones de ptas. Eso mismo ocurre con el número de partícipes que fueron 3.346.792 según Inverco y 4.139.081 según la DGSF.

<sup>119</sup> Ahumada Carazo, R. M., Blanco Mendialdua, A. y Larrauri Estefanía, M., (1999), “Análisis de la inversión de los Fondos de Pensiones españoles en mercados extranjeros”, Ponencia presentada en el XIII Congreso Nacional y IX Congreso Hispano-francés de AEDEM celebrado en Logroño en junio de 1999, y recogida en el libro de ponencias del mismo, pág. 662.

Real Decreto 1351/1998 que, no obstante, ha tenido una escasa acogida en el mercado<sup>120</sup>.

Adicionalmente, la inversión en el exterior ha aumentado por la implantación de la moneda única en el entorno y por la integración o conexión de los mercados monetarios nacionales. De esta forma la tradicional inversión doméstica se asimila a la inversión en la zona euro.

Como resultado de todo ello, el volumen de inversiones extranjeras ha crecido de una forma importante durante los últimos años principalmente vía renta variable, pasando del 7,45% en 1998 a un 10% sobre el total de inversiones en 1999. La posición en renta fija alcanzó los 378.952 millones de pesetas en 1998 y los 572.000 en 1999, lo que supone un incremento del 1,75% sobre el total de las inversiones.

Siguiendo esta línea, Inverco<sup>121</sup> clasifica los FP que integran PP Individuales en diferentes modalidades atendiendo al porcentaje de patrimonio invertido en renta variable a 31 de diciembre. Para ello ha tomado de referencia

---

<sup>120</sup> Sobre las causas del escaso éxito del citado Real Decreto Cfr. Ahumada Carazo, R. M., Blanco Mendialdua, A. y Larrauri Estefanía, M., (1999), *op. cit.*, pág. 663.

<sup>121</sup> El código de general de conducta publicitaria de las Instituciones de Inversión Colectiva y Fondo de Pensiones Asociados a Inverco, en la sección 5 del Apartado II: Contenidos obligatorios mínimos de toda publicidad establece que “*en la publicidad de los Fondos de Inversión Mobiliaria y de los Planes de Pensiones del Sistema Individual, se indicará su filosofía inversora siguiendo los criterios fijados por la Asociación (renta fija, renta variable, mixtos, etcétera.)*”.

En la práctica hay FP que integran varias modalidades de PP (Individuales, Asociados, de Empleo) lo que ha motivado que todos los FP se clasifiquen según los criterios inicialmente propuestos para los FP que integran PP Individuales.

la tipología de Fondos de Inversión Mobiliaria ya existente en España<sup>122</sup>. Así, los FP se clasifican en cinco modalidades tal como se detalla en la Figura 3.13.

**Figura 3.13.– Modalidades de Fondos de Pensiones que integran Planes de Pensiones Individuales**

<b>MODALIDAD DE FONDOS DE PENSIONES</b>	<b>% DE ACTIVOS INVERTIDOS EN RENTA VARIABLE</b>
• Fondo de Pensiones de Renta Fija	0%
• Fondo de Pensiones de Renta Fija Mixta I	Hasta un 15%
• Fondo de Pensiones de Renta Fija Mixta II	Entre un 15 y un 30%
• Fondo de Pensiones de Renta Variable Mixta	Entre un 30% y un 75%
• Fondo de Pensiones de Renta Variable	Más de un 75%

Fuente: Elaboración propia.

---

<sup>122</sup> Cfr. Figura 4.3.– Tipos de Fondos de Inversión Mobiliaria según la composición de su patrimonio.

Sobre este aspecto volveremos en el Capítulo 4.– La gestión de los Fondos de Pensiones (I): Aspectos comunes y diferenciales con los Fondos de Inversión Mobiliaria.

### *3.5.2.2.– Características de los principales activos en los que invierten los Fondos de Pensiones*

En el apartado anterior analizamos la regulación de las inversiones de los FP así como la evolución en la cartera de estas instituciones en los últimos años, para lo cual consultamos las Memorias Estadísticas de la DGSF.

Del estudio realizado se desprende la supremacía de las inversiones financieras en relación a las inversiones en activos reales. No obstante, detrás de esta clasificación general se encuentra una amplia gama de activos. En este apartado analizamos las características de los principales activos desde el punto de vista del interés o valor añadido de cada uno en la consecución de las prestaciones definidas en el en reglamento o especificaciones del PP<sup>122</sup>. El análisis que presentamos seguidamente, no obstante, debe considerarse parcial y en su caso complementario al que se desarrolla en los apartados 7, 8 y 9 de este capítulo en el que presentamos el régimen fiscal, rentabilidad y riesgo de un FP.

---

<sup>122</sup> En este apartado analizamos las características más relevantes, de cada uno de los activos que habitualmente componen la cartera de un FP en España. No obstante, este análisis lo consideramos parcial al omitir aspectos tan importantes en la gestión de carteras como el horizonte temporal de la inversión, la diversificación, las oportunidades del mercado y la selección de activos. Estos aspectos se estudian en el Capítulo 6.– Gestión de Fondos de Pensiones (III): Planteamiento de un modelo específico para los Fondos de Pensiones que integran Planes de Pensiones de la modalidad de Empleo.

Previamente, en los Capítulos 4 y 5 se analizan las variables que afectan a la gestión de los FP, en primer lugar en relación a los Fondos de Inversión Mobiliaria y en segundo lugar en cada una de las modalidades de PP. Este análisis nos permitirá concluir la modalidad de PP en la que la gestión de los FP responde a unas necesidades más específicas y, por ende, más distante de la gestión de los Fondos de

### ↳ Activos financieros de renta fija.

El activo financiero más popular en las carteras de los FP españoles es la renta fija, tal y como lo muestra la Figura 3.12. Cuando el FP adquiere un título de renta fija se convierte en acreedor de la empresa que los emite.

En este apartado se incluyen diversos títulos cuya característica común es que el FP recibe un interés o cupón preestablecido<sup>123</sup> hasta el vencimiento del título habitualmente, momento éste en el que se produce la amortización, es decir, el emisor devuelve al FP el nominal del título. Por lo tanto, el FP conoce con exactitud el momento y el importe de los intereses, de ahí la denominación de títulos de renta fija.

No obstante, la afirmación anterior no es del todo precisa si tenemos en cuenta, como analizaremos seguidamente<sup>124</sup>, que las inversiones de un FP deben valorarse a precio de mercado. Esto supone que el valor de los activos financieros en renta fija oscilará en función del tipo de interés del mercado, la

---

Inversión Mobiliaria. En este ámbito es dónde, previo análisis de las necesidades de esta modalidad de Planes, aplicaremos los citados aspectos relativos a la gestión del Fondo.

<sup>123</sup> En este sentido existen diferentes modalidades de títulos de renta fija:

Interés fijo: El FP recibe un tipo de interés fijo por cada año de vida del título.

Interés variable predeterminado: El PP recibe un tipo de interés predeterminado pero variable cada año, por ejemplo, el 5% el primer año, el 6% el segundo, etcétera.

Interés variable: El FP recibe un cupón que se determina cada año *a posteriori* y en función de una referencia del mercado, por ejemplo, un tipo de interés igual al Euribor más un punto. En algunos países como Reino Unido, Estados Unidos y Francia algunos títulos de renta fija devengan un cupón función de la inflación.

Cupón cero: En este caso el FP no cobra intereses periódicos, sino que se acumulan y se cobran junto a la devolución del principal, en la fecha de amortización de la obligación.



solvencia del emisor, etcétera<sup>125</sup>. Desde este punto de vista, la rentabilidad que obtiene un FP de un título de renta fija dependerá del cupón y del precio de compra o venta del título. La compra, cobro de intereses y en su caso venta de los activos de renta fija corresponde a la Entidad Depositaria bajo la tutela de la Entidad Gestora del FP.

La tipología de títulos de renta fija surge de la combinación de los diferentes criterios entre los que destacamos:

- Periodo que media hasta el vencimiento: Activos de renta fija podrán ser a corto, medio y largo plazo.
- Entidad emisora. Los activos de renta fija podrán ser emitidos por empresas privadas como por el Estado, Comunidades Autónomas y otros Organismos Públicos.
- Admitida o no a cotización en mercados organizados, nacionales o internacionales. En este sentido la regulación promueve la inversión en activos admitidos a cotización.
- Nacionalidad de la Entidad emisora: Los activos de renta fija podrán ser nacionales o extranjeros.

A continuación se relacionan los principales productos de renta fija que se pueden encontrar en el mercado actualmente.

---

<sup>124</sup> *Cfr.* Apartado 3.6.– Valoración de las inversiones de los Fondos de Pensiones.

<sup>125</sup> Sobre éste y otros riesgos que afectan a los activos financieros de renta fija volveremos en el Apartado 3.9.– Riesgo de un Fondo de Pensiones.

En primer lugar analizamos las obligaciones. Son títulos, concretamente partes alícuotas de una emisión realizada por el Estado o una Sociedad, que confieren a sus titulares el derecho al cobro de intereses y a la devolución del principal en la fecha de amortización. Son productos de renta fija a largo plazo ya que habitualmente vencen a los 10 o más años.

Los bonos son un producto similar a las obligaciones pero con vencimiento que oscila entre los 3 y los 10 años. Son títulos de renta fija emitidos a medio plazo. La denominación de “bono” se suele utilizar en el mercado tanto para bonos como para obligaciones, quizás por la terminología inglesa “*bond*”, que se refiere tanto a títulos de renta fija de medio como de largo plazo.

Las letras son también títulos de renta fija que, a diferencia de las obligaciones y los bonos, son a corto plazo, entre tres meses y el año, emitidos al descuento. Las más populares actualmente en el mercado español son las Letras del Tesoro, emitidas por el Estado para su financiación. Cuando la empresa que emite este tipo de título de renta fija –a corto plazo– es una empresa diferente al Estado este tipo de título se denomina Pagaré.

Adicionalmente, en el apartado de valores de renta fija los FP invierten también en activos de características más especiales como por ejemplo en obligaciones y bonos canjeables/convertibles<sup>126</sup>, repos<sup>127</sup> y Fondos de Titulización Hipotecaria<sup>128</sup>.

---

<sup>126</sup> Además de los derechos propios de las obligaciones y bonos ya citados, éstos otorgan a sus titulares la posibilidad de convertir, en las fechas, precios y condiciones previamente determinados, sus valores por acciones de la empresa. Es decir, el titular pasa de acreedor a socio-accionista de la empresa.

La inversión en activos de renta fija permite a los FP:

- Estimar la rentabilidad *a priori* que va a obtener, siempre y cuando se mantenga el título hasta el vencimiento, y relacionarlo con los objetivos definidos en este sentido por la Comisión de Control del Fondo y la Entidad Gestora.
- Conocer con suficiente antelación el momento y el importe del vencimiento del título con la consiguiente posibilidad de ajustarlo a las *necesidades* del PP, bien al pago de las prestaciones o bien a su reinversión y optimizar el empleo de los recursos del FP.

---

Se denominan convertibles cuando las acciones adquiridas son nuevas (procedentes de una ampliación de capital), mientras que si las acciones ya estaban en circulación se conocen como canjeables.

Formariz, F. J., (2000), “ Introducción a la Bolsa”, en Martínez, B., (Dir.), *Bolsa y estadística bursátil*, Ed. Díaz de Santos, Madrid, pág. 19.

<sup>127</sup> Un repo es una operación que permite invertir en activos financieros con tipos de interés a largo o a corto plazo, por ejemplo de bonos, obligaciones, etcétera, por un determinado plazo más corto – días, semanas, meses, etcétera–. Al momento de realizar la compra de los activos, el comprador acuerda con el vendedor la fecha en la que éste último recomprará los valores al primero y el precio al que se realizará la venta. Por lo tanto, el rendimiento de la operación repo será la diferencia entre el precio acordado de compra y de venta, así el rendimiento será conocido al momento de realizar el repo. De esta forma, el rendimiento queda fijado de antemano.

<sup>128</sup> Por su lado, la titulización, en términos generales se define como el proceso mediante el cual, activos del Balance de una Entidad pueden ser vendidos en todo o en parte a los inversores en forma de títulos o valores negociables. Cuando los activos subyacentes son préstamos hipotecarios, el resultado son Fondos de Titulización Hipotecaria. Los Fondos de Titulización Hipotecaria se encuentran en proceso de desarrollo en España –por ejemplo la inversión de los FP en este tipo de activos alcanzó a finales de 1998 la cifra de 2.839 millones de ptas.– pero cuentan con una dilatada experiencia en Estados Unidos, Reino Unido y Francia. Sobre las características de los Fondos de Titulización Hipotecaria y su funcionamiento, *Cfr.* Arranz Pumar, G., (1994), “La titulización hipotecaria en España. Un enfoque institucional”, Crédito cooperativo, nº 69, págs. 8–24, Fabozzi, F., (1992), *Mortgage and mortgage backed securities markets*, Ed. Harvard Business School Press, Boston, Freixas, X., (1993), “La titulización y el mercado hipotecario”, Perspectivas del Sistema Financiero, nº 44, págs. 53–59, Larrauri Estefanía, M., (1996), *Análisis actual del mercado residencial*. Tesis Doctoral, Dpto. Economía Financiera II, Universidad del País Vasco, octubre, págs. 155–164 y Valero, F. J., (1998), “La titulización ante sus nuevas posibilidades”, Actualidad Financiera, nº monográfico, nº 3, págs. 3–15.

Por lo tanto, la principal aportación de la inversión en renta fija es la certeza en el importe y en el momento de los flujos de entrada y de salida y la consiguiente posibilidad de adecuarlos o ajustarlos a las necesidades del Fondo, es decir, al pago de prestaciones. Este planteamiento, no obstante, implica que el FP adquiere el título y lo mantiene hasta el vencimiento y que la corriente de flujos de entrada y de salida del FP se ajusta plenamente a la corriente del FP por aportaciones y/o contribuciones y pago de prestaciones, así como que a lo largo de la vida del título el tipo de interés del mercado no ha variado.

Estas hipótesis difícilmente se cumplen en la realidad por lo que la inversión del patrimonio de un FP en activos de renta fija no es ajena a riesgos propios de este tipo de títulos, a los criterios de valoración de las inversiones de un FP así como de su adecuación a la evolución financiera–actuarial de las prestaciones del PP que se integran en el Fondo<sup>129</sup>. Sobre estos aspectos volveremos en los Apartados 3.6<sup>130</sup> y 3.9<sup>131</sup> de este capítulo.

↳ Activos financieros de renta variable.

---

<sup>129</sup> En este sentido es especialmente relevante el caso de PP que definen prestaciones función del salario, e indirectamente del Índice de Precios al Consumo. Tal como ya hemos señalado anteriormente en Reino Unido, por ejemplo, se comercializan títulos de renta fija indizados al Índice de Precios al Consumo.

<sup>130</sup> Apartado 3.6.– Valoración de las inversiones de los Fondos de Pensiones.

<sup>131</sup> Apartado 3.9.– Riesgo de un Fondo de Pensiones.

Los títulos de renta variable, tal como se ilustró en la Figura 3.12<sup>132</sup>, vienen tomando posiciones cada vez más importantes en el patrimonio de los FP españoles. De hecho, la tasa de crecimiento de este tipo de activos en el patrimonio de los FP durante los últimos años ha sido superior a la correspondiente a los activos de renta fija.

Las acciones son el producto de renta variable por antonomasia. Las acciones son partes alícuotas del capital social de una empresa y pueden o no cotizar en Bolsa<sup>133</sup>.

Teniendo en cuenta la regulación de los PyFP, lo más habitual será que los FP inviertan en acciones que coticen en Bolsa. Las acciones que cotizan en Bolsa facultan al FP la negociación en el mercado a un precio definido por los compradores y vendedores. El precio de mercado de las acciones de las empresas supone la valoración que hace el mercado sobre las expectativas de las empresas que cotizan<sup>134</sup>.

Las acciones confieren al FP una serie de derechos entre los que destacan el derecho al dividendo, a la transmisión, a la suscripción preferente, y al voto.

---

<sup>132</sup> Figura 3.12.– Inversiones en renta fija y renta variable de los Fondos de Pensiones en el periodo 1993–1999.

<sup>133</sup> Sobre las ventajas que para la empresa conlleva la cotización en Bolsa *Cfr.* González Nieto, F., “La inversión en Bolsa”, AAVV, Fernández, B., (Dir), *op. cit.*, págs. 42–46.

<sup>134</sup> Por no ser éste objeto de análisis principal de nuestro trabajo obviaremos analizar los diversos modelos de valoración de acciones. Sobre este aspecto, *Cfr.* Soldevilla García, E., (1984), *Decisiones empresariales con riesgo e incertidumbre*, Ed. Hispano Europea, Barcelona, págs. 99 y ss., Soldevilla García, E., (1990), *Inversión y mercado de capitales*, Ed. Milladoiro, Vigo, págs. 336 y ss., Lamothe, P., (1999), *Gestión de carteras de acciones internacionales*, Ed. Pirámide, Madrid, págs. 104 y ss. y Brealey, R. A. y Myers, S. C., (1995), *Fundamentos de la financiación empresarial*, (4ª Ed.), Ed. McGraw–Hill, Madrid, págs. 55 y ss.

El beneficio que una empresa obtenga en un ejercicio deberá destinarse, en primer lugar, a compensar las pérdidas de años anteriores si las hubiere. Después, deben pagarse los impuestos correspondientes, la parte restante podrá mantenerse dentro de la empresa –reservas– y repartirlo entre los accionistas –dividendos–. De esta forma, observamos que el dividendo depende de los resultados de cada año de la empresa, así como de la política de distribución de beneficios. Esto es precisamente lo que caracteriza las acciones como título de renta variable. A pesar del carácter variable del dividendo, en el caso de algunas empresas el importe de los dividendos es bastante previsible<sup>135</sup>.

Como accionista que es, el FP tiene también derecho a recibir la parte proporcional que le corresponda en caso de liquidación de la sociedad. Hasta ese momento, si las acciones cotizan el Bolsa, el Fondo puede vender o comprar a precio de mercado, dado que una de las principales funciones de la Bolsa es dar liquidez a los valores cotizados.

En el momento de la venta, la diferencia entre el precio de compra y de transmisión genera una plusvalía o minusvalía con la consiguiente rentabilidad positiva o negativa para el FP. De esta forma, la rentabilidad de la inversión en acciones procede de dos vías distintas: el dividendo y la plusvalía.

---

<sup>135</sup> Así ocurre con las compañías eléctricas y con las autopistas, cuyos beneficios dependen, en gran medida, de la subida anual de sus tarifas. Además, suelen seguir una política de dividendos muy estable.

Cfr. Formariz, F. J., *op. cit.*, pág. 5.

Adicionalmente, el FP que invierte en acciones tiene otro tipo de derechos como son el de suscripción preferente y el de voto. El primero permite al FP adquirir nuevas acciones en ampliaciones de Capital Social de esa empresa. En algunas ocasiones el FP puede no estar interesado<sup>136</sup> en asistir a la ampliación y vende esos derechos.

Por último, todos los accionistas de una empresa, entre ellos los FP, tienen derecho al voto en la Junta General de la empresa<sup>137</sup>. La Junta General es la reunión que tienen todos los accionistas, ordinariamente una vez al año, y extraordinariamente en determinadas circunstancias, para tomar decisiones principales relativas a la empresa, y entre ellas aprobar los ejercicios concluidos, nombramientos, etcétera.

Hasta el momento hemos abordado la inversión en renta variable desde una perspectiva general, no obstante, esta modalidad de activos puede clasificarse en distintos tipos. Aunque no existe una tipología universalmente

---

<sup>136</sup> Porque no lo considera oportuno, bien tener otras prioridades o por superara las restricciones a la concentración de riesgos por título y por emisor citados anteriormente, etcétera.

<sup>137</sup> Todos los accionistas tienen derecho al voto, con una simple restricción: sólo pueden votar directamente aquellos que reúnan el número mínimo de acciones que se determine, aquéllos accionistas que posean un número inferior de acciones pueden unirse para cubrir dicho mínimo y votar conjuntamente. En el caso de los FP este derecho lo ejerce habitualmente la Entidad Gestora, en colaboración con la Entidad Depositaria.

aceptada Cohen, Zinbarg y Zeikel<sup>138</sup>, Melone, Rosenbloom y VanDerhei<sup>139</sup>, Gibson<sup>140</sup> y Siegel<sup>141</sup> diferencian los siguientes tipos de acciones:

- *Blue chips stocks*: Acciones ordinarias de una sociedad muy conocida que tiene una trayectoria larga de crecimiento de beneficios y una gran reputación por su gestión.
- *Grow stock o acción de crecimiento*: Acciones de una sociedad con beneficios actuales y previstos suficientemente altos como para indicar un apreciable y constante aumento en su valor de mercado durante un periodo temporal extenso.
- *Income stock o acción de ingreso*: Acciones que reciben normalmente la mayor parte de los beneficios del capital en forma de dividendos.
- *Cyclical stocks o acción cíclica*: Acciones cuyos rendimientos evolucionan con los ciclos económicos y están influidas por ellos.
- *Defensive stock o acciones defensivas*: Acciones de empresas seguras y poco sensibles a cambios en la coyuntura económica.
- *Interest-sensitive socks o acciones sensibles a variaciones en el tipo de interés*: Acciones de empresas cuyos precios tienden a caer cuando los tipos de interés del mercado suben y viceversa.

---

<sup>138</sup> Cohen, J. B., Zinbarg, E. D. y Zeikel, A., (1989), *Investment analysis and portfolio management*, (6<sup>th</sup> Ed.), Ed Irwin, Chicago, págs. 21–29.

<sup>139</sup> Allen, E. T., Melone, J. J., Rosenbloom, J. S. y VanDerhei, J. L., (1992), *Pension Planing. Pensions, Profit-Sharing and other deferred compensation Plans*, (7<sup>th</sup>), Ed. Irwing, Illinois, págs. 358–359.

<sup>140</sup> Gibson, R. C., (1996), *Asset allocation. Balancing financial risk*, (2<sup>nd</sup> Ed.), Ed. McGrawHill, Nueva York, págs. 42–48.

<sup>141</sup> Siegel, J. L., (1994), *Stocks for the long run. A guide to selecting markets for long-term growth*, Ed. Irwin, Illinois, págs. 79–93.



- *Small company stocks* o acciones de empresas pequeñas: Acciones cuyo rendimiento y volatilidad es mayor que el de empresas grandes por el riesgo que conlleva su dimensión.

Analizadas las características generales y tipos de acciones, pasamos seguidamente a reflexionar sobre el valor añadido de esta modalidad de inversión para los FP. En nuestra opinión cinco son las principales causas que promueven la inversión de los FP en acciones:

- La amplia gama de acciones, por sectores, regiones, divisas, etcétera, permiten al FP cumplir con mayor facilidad con uno de los principios rectores de las inversiones de un FP<sup>142</sup>: la diversificación.
- Habitualmente, la principal fuente de remuneración de las acciones proviene de la diferencia entre el precio de venta y de compra y no del pago de dividendos. Por ello, la inversión en acciones permite eludir en gran medida la problemática de la reinversión de esos flujos periódicos cuando no existen pagos por prestaciones en el FP. Además, en tanto en cuanto los beneficios no repartidos sean productivos, se incrementará el rendimiento futuro de la empresa y consiguientemente el valor futuro de las acciones de esa empresa.
- Una variable que contribuye al incremento del beneficio en una empresa es la productividad. Teniendo en cuenta que algunos PP

---

<sup>142</sup> Sobre este aspecto volveremos en el Capítulo 6.– Gestión de Fondos de Pensiones (III): Planteamiento de un modelo específico para los Fondos de Pensiones que integran Planes de Pensiones de la modalidad de Empleo. *Cfr.* apartado 6.2.2.– Diversificación.

definen prestaciones en función del salario del último año<sup>143</sup>, la inversión en acciones sería coherente con ésta modalidad de prestaciones y con el devengo en el largo plazo<sup>144</sup>.

- La inversión en acciones, en el largo plazo, mantiene el poder adquisitivo del ahorro canalizado a este tipo de inversiones por parte del FP<sup>145</sup>.
- Aunque ésta no sea la finalidad principal, la inversión en acciones permite al FP participar activamente en las decisiones más importantes de la empresa y consiguientemente implicarse y promover una gestión eficaz y orientada al crecimiento y, en general, a la creación de valor para todos los que participan en la empresa.

De todo lo anterior concluimos que la inversión de los FP en acciones es especialmente beneficiosa a medida que mayor sea el horizonte temporal de la inversión. Sobre este aspecto volveremos en el apartado 6.2.1.– Horizonte temporal. Además, si tenemos en cuenta el carácter finalista del ahorro que canalizan los FP la conveniencia de invertir en acciones se ve fundamentada por la positiva correlación entre la productividad y el crecimiento de los salarios y, en general, con la evolución financiera–actuarial de las prestaciones del PP que se integran en el Fondo. Todo esto se debe considerar además como parte integrante de un conjunto más amplio en el que participan variables como la valoración de

---

<sup>143</sup> También es habitual que la prestación se defina en función de la media de los últimos periodos de actividad laboral. En el capítulo 6 analizamos las variables que definen las prestaciones de un PP de la modalidad de Empleo, tanto de Aportación Definida como de Prestación Definida.

<sup>144</sup> Cfr. Prodanó, S., (1987), *Pension Funds: Investment and Performance*, Ed. Gower, Oxford, pág. 15.

<sup>145</sup> Para un análisis más detallado de las causas y de la relación entre el rendimiento de las acciones, los bonos y las Letras del Tesoro en relación a la inflación, tanto en el largo como en el corto plazo, Cfr. Siegel, J. L., *op. cit.*, págs. 156–162.

las inversiones de un FP de acuerdo con la normativa española y los riesgos que afectan a esta modalidad de inversiones. Sobre estos aspectos volveremos en los apartados 3.6<sup>146</sup> y 3.9<sup>147</sup> de este capítulo.

### ↳ Inmuebles.

La regulación de PyFP cita expresamente la inversión en inmuebles entre aquéllas que los FP pueden realizar. El rendimiento de la inversión de un FP en inmuebles proviene principalmente de la revalorización en el precio y, si es el caso, de las rentas del alquiler.

A pesar de la importante revalorización que han de los inmuebles durante los últimos años en España y Europa<sup>148</sup>, la inversión de los FP en este tipo de activos ha ido decreciendo paulatinamente. En nuestra opinión, esto se justifica por el coste y complejidad que el proceso de valoración de los inmuebles conlleva. Este problemática lo vienen solventado algunos FP, al menos parcialmente, con la inversión en inmuebles a través de Fondos de Inversión Inmobiliaria, como se analiza seguidamente en el apartado de los Fondos de Inversión.

---

<sup>146</sup> Apartado 3.6.– Valoración de las inversiones de los Fondos de Pensiones.

<sup>147</sup> Apartado 3.9.– Riesgo de un Fondo de Pensiones.

<sup>148</sup> Larrauri Estefanía, M., Ahumada Carazo, R. M. y Blanco Mendiadúa, A., (2000), “Los Fondos de Inversión inmobiliaria españoles en un entorno global”, *Actualidad Financiera*, septiembre, pág. 3–18.

A pesar de los inconvenientes que la valoración de los inmuebles tiene en la gestión de los FP, señalamos los motivos más destacados que aconsejan la inversión, directa o indirecta, en inmuebles<sup>149</sup>:

- La inversión en inmuebles ha ofrecido tradicionalmente una buena cobertura de la inflación en diversos escenarios<sup>150</sup>. Esta modalidad de inversión es, por lo tanto, muy interesante para aquéllos FP cuyos PP definan un sistema de prestaciones en función del salario, e implícitamente de la inflación.
- La baja correlación de la rentabilidad de la inversión en inmuebles con la de los activos financieros<sup>151</sup>. Esto ofrece a los FP la posibilidad de diversificar aún más las inversiones.
- Por último, es opinión generalmente aceptada que la volatilidad de las inversión en inmuebles es significativamente inferior que la de las acciones.

---

<sup>149</sup> Allen, E. T., Melone, J. J., Rosenbloom, J. S. y VanDerhei, J. L., *op. cit.*, pág. 359 y 360.

<sup>150</sup> En este sentido, el profesor Rodríguez, basándose en el comportamiento del mercado residencial en doce países y en varios estudios realizados por el Banco Mundial afirma: “*En el mercado inmobiliario, los precios del activo–vivienda siguen un comportamiento ascendente más dinámico que el del IPC. Si ajustamos una serie histórica de precios de bienes homogéneos de un mismo mercado, a una recta de regresión, y hacemos lo mismo con el Índice de Precios al Consumo, observamos que los precios de los bienes inmuebles tienen un incremento acumulativo superior al 50% del IPC*”.

Cfr. Rodríguez, F., (1990), “Precios de Mercado: Su sensibilidad según la evolución del mercado en el tiempo”, Catastro, nº 6, pág. 55.

En este mismo sentido se manifiestan Fama y Schwert al citar que los inmuebles han ofrecido protección históricamente contra la inflación. Cfr. Fama E. F. y Schwert, W. G., (1977), “Asset returns and inflation”, Journal of Finance Economics, vol. 5, págs. 115–146.

Para un análisis del comportamiento de la vivienda en el mercado inmobiliario español, Cfr. Larrauri Estefanía, M., *op. cit.*, págs. 424–428.

<sup>151</sup> Cfr. entre otros, Webb, J. R., (1990), “On the exclusion of real estate from the market portfolio”, The Journal of Portfolio Management, Vol 17, nº 1, otoño, págs. 78–84 y Goetzmann W. N. e Ibbotson, R. G., (1990), “The performance of real estate as an asset class”, Journal of Applied Corporate Finance, primavera, págs. 40–53.

- La inversión en inmuebles no devenga comisión de gestión y de depósito en el FP.

#### ↳ Activos del mercado monetario.

En este apartado se recogen todas las inversiones que el FP realiza en activos cuyo vencimiento se sitúa en el corto plazo. Se refiere a activos líquidos, es decir, fácilmente convertibles en dinero dentro de un periodo corto de tiempo y, como mucho, con pequeñas pérdidas en el reembolso del principal debido a su escasa volatilidad. Esto es muy importante sobre todo cuando se estiman pagos por prestaciones, no existen aportaciones, etcétera. En estos casos, la falta de activos del mercado monetario o fácilmente convertibles en dinero puede originar la venta de otras inversiones del FP en un momento inadecuado y la consiguiente pérdida.

Inversión en activos del mercado monetario puede realizarse directamente o bien a través de Fondos de Inversión, tal como analizamos seguidamente.

#### ↳ Fondos de Inversión.

La DGSF en sus Memorias Estadísticas de PyFP recoge la importancia de la inversión de los FP españoles en Fondos de Inversión<sup>152</sup>. Un Fondo de Inversión es un patrimonio perteneciente a pluralidad de inversores<sup>153</sup>, cuyo derecho de propiedad se representa mediante un certificado de participación, administrado por una Sociedad Gestora a quien se atribuyen las facultades del dominio sin ser propietaria del Fondo, con el concurso de un depositario. No son sociedades mercantiles, ni tienen personalidad jurídica propia y constituyen más bien una figura comunitaria, por lo que no disponen de una gestión propia, que deben suplirla con la Sociedad Gestora y la Depositaria<sup>154</sup>.

Siguiendo a Soldevilla García<sup>155</sup>, López Pascual<sup>156</sup> y Blanco Mendialdua<sup>157</sup>, los Fondos de Inversión se pueden clasificar atendiendo a tres criterios: según el destino de los beneficios generados por el Fondo, según el plazo de vencimiento de sus activos y la composición de la cartera gestionada.

---

<sup>152</sup> A 31 diciembre de 1999 ascendía a 116.509 millones de ptas., de los cuales, 40.160 eran Fondos de Inversión Mobiliaria, 118 estaban en Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario y 1.515 en Fondos de Inversión Inmobiliarios. Por su lado, la inversión en Fondos de Inversión Extranjeros alcanzó la cifra de 74.715 millones de ptas.

Fuente: Memoria Estadística de Planes y Fondos de Pensiones 1999, Ed. DGSF, págs. 93–99.

<sup>153</sup> Sobre otras modalidades de inversión colectiva, *Cfr.* Blanco Mendialdua, A., (1999), *La gestión de Fondos de Inversión en activos de Renta Fija*, Tesis Doctoral, Dpto. Economía Financiera II, Universidad del País Vasco, Mayo, págs. 93–107.

<sup>154</sup> En diversos aspectos la operativa o el funcionamiento de los FIM se asemeja a la de los FP, incluso muchos inversores los confunden. En el Capítulo 4.– La gestión de los Fondos de Pensiones (I): Aspectos comunes y diferenciales con los Fondos de Inversión Mobiliaria, se analizan éstas analogías y diferencias que entre ambas modalidades de Fondos existen.

<sup>155</sup> Soldevilla García, E., (1999), *op. cit.*, págs. 32–35.

<sup>156</sup> López Pascual, J., (1999), *Los Fondos de Inversión: 100 preguntas clave y sus respuestas*, (3ª Ed.), Ed. Dykinson, Madrid, págs. 115–118.

<sup>157</sup> Blanco Mendialdua, A., *op. cit.*, págs. 109–120.

En primer lugar, según el destino que tengan los beneficios generados en el Fondo, éstos podrán ser de acumulación<sup>158</sup> o de reparto en función de que acumulen o distribuyan beneficios.

Por otro lado, los Fondos de Inversión se pueden clasificar atendiendo al tipo de activos en los que invierten. Así, podrán ser Fondos de Inversión Mobiliaria si invierten en activos financieros cuyo talante es a largo plazo, Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario que invierten en activos del mercado monetario, y por lo tanto, a corto plazo y Fondos de Inversión Inmobiliaria si el patrimonio se invierte principalmente en inmuebles para su posterior arrendamiento.

Por su lado, la Comisión Nacional del Mercado de Valores propone otra clasificación de los Fondos según la estructura de la cartera al final de cada trimestre: Fondos de Inversión de Renta fija –100% invertido en títulos de renta fija–, de Renta fija mixta –entre el 75% y el 100% en renta fija–, de Renta variable mixta –invierten entre el 30% y el 75% en títulos de renta fija– y de Renta variable –más de un 70% en renta variable–.

Además, existen otras modalidades de Fondos con características particulares que recientemente se han regulado en España a pesar de contar con una dilatada experiencia en otros países. Este es el caso los Fondos de Inversión

---

<sup>158</sup> También conocidos como de capitalización.

Mobiliaria de Fondos, los Subordinados, los Principales, los Especializados en valores no cotizados regulados por el Real Decreto 91/2001<sup>159</sup>.

La inversión de los FP en Fondos de Inversión es habitual tanto en FP pequeños<sup>160</sup> como en aquellos que acumulan un elevado volumen de patrimonio<sup>161</sup>. Esto es debido a diversas causas que, en términos generales, hacen atractiva esa modalidad de inversión a ahorradores particulares e institucionales, entre ellos, los FP. Siguiendo las aportaciones de Dade<sup>162</sup> y Allen, Melone, Rosenbloom y VanDerhei<sup>163</sup>, analizaremos las causas que se muestran especialmente relevantes para los FP:

- La reunión colectiva de capitales permite alcanzar una mayor gama de títulos<sup>164</sup>. Esto facilita la diversificación internacional de la cartera de

---

<sup>159</sup> Real Decreto 91/20001, de 2 de febrero, por el que se modifica parcialmente el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por que es aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, BOE núm. 42, de 17 de febrero.

<sup>160</sup> Un FP es pequeño, según Ambachtsheer y Ezra, cuando tiene un patrimonio inferior a los 500 millones de dólares. Desde la Comisión Europea, no obstante, tiene la consideración de FP pequeño aquel que tenga menos de 100 personas entre beneficiarios y miembros.

Cfr. Ambachtsheer, K. P. y Ezra, D. D., (1998), *Pension fund excellence. Creating value for stockholders*, Ed. John Wiley & Sons, Nueva York, págs. 149 y 150, Ambachtsheer, K. Capelle, R. y Scheibelhut, T., (1998), “Improving pension fund performance”, *Financial Analysts Journal*, noviembre–diciembre, pág. 16 y Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo COM(2000) 507final, relativa a las actividades de organismos de previsión para la jubilación, de 11 de octubre.

<sup>161</sup> Por ejemplo, el FP Antares 2, cuya Entidad Gestora y Depositaria es Fonditel y Argentaria, Caja Postal y Banco Hipotecario respectivamente, tenía, a finales de 2000, el 4,68% del patrimonio invertido en Fondos de Inversión y el FP Fondauto cuya Entidad Gestora es Autofondo, S.A. y la Entidad Depositaria es el Banco Popular Español destinaba el 27,16% del patrimonio a Fondos de Inversión.

<sup>162</sup> Dade, J. M., (1986), “Mutual funds today: Strength through diversity”, *Pension World*, diciembre, pág. 36.

<sup>163</sup> Allen, E. T., Melone, J. J., Rosenbloom, J. S. y VanDerhei, J. L., *op. cit.*, pág. 359.

<sup>164</sup> Sobre éste aspecto, directamente relacionado con las aportaciones de Markowitz y Sharpe, Cfr. Markowitz, H., (1952), “Portfolio selection”, *Journal of Finance*, Marzo, págs. 77–91, Markowitz, H., (1959), *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, Ed. John Wiley and Sons, Nueva York, Sharpe, W. F., (1963), “A simplified model for portfolio analysis”, *Management Science*, Enero,



los FP si el Fondo de Inversión está integrado por activos de diversos países, una diversificación sectorial si canalizan sus inversiones a diversas actividades, etcétera. En el caso de los Fondos Inmobiliarios<sup>165</sup>, la ventaja de la diversificación<sup>166</sup> es especialmente interesante por la inversión mínima que precisa ese mercado y por las labores de gestión que conlleva la adquisición de inmuebles para su posterior alquiler.

- La seguridad de la inversión en Fondos de Inversión está garantizada por la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores u organismo equivalente en el mercado no doméstico. De esta forma, los FP que invierten en Fondos de Inversión cumplen con el principio de seguridad de las inversiones.

---

págs. 277–293 y Sharpe, W. F., (1964), “Capital Asset Prices: A theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk”, Journal of Finance, Septiembre, págs. 425–442.

<sup>165</sup> Los Fondos de Inversión Inmobiliarios que se comercializaban en España a finales de 1999 diversificaban sus activos sectorialmente, es decir, en locales comerciales, oficinas, pero principalmente sus inversiones iban orientadas a la adquisición de viviendas para su posterior alquiler. No obstante, durante el primer trimestre del 2000 se comenzó a comercializar en España el *Grundbesitz Invest*. Se trata de un Fondo de Inversión Inmobiliario del grupo Deutsche Bank, creado el 27 de octubre de 1970, con domicilio fiscal en Frankfurt, cuya Entidad Gestora es Deutsche Grundbesitz Investmentgesellschaft, MBH, (sucursal en España) y depositaria Deutsche Bank, AG (con sede en Francfort del Meno, Alemania). Este Fondo ofrece, además de una diversificación sectorial, una amplia diversificación geográfica al disponer de inmuebles en las principales capitales europeas, por ejemplo, Londres, París, Bruselas, Milán, Amsterdam, La Haya, Barcelona, Zurich, Viena, Madrid.

Sobre las características de este Fondo de Inversión Inmobiliaria y los efectos que su comercialización pueda originar en el mercado español de Fondos de Inversión Inmobiliarios, *Cfr.*, Larrauri Estefanía, M., Ahumada Carazo, R. M. y Blanco Mendialdúa, A., (2000), “Estado actual de los Fondos de Inversión Inmobiliaria en España”, Ponencia presentada en el XIV Congreso Nacional y X Congreso Hispano–Francés de AEDEM celebrado en Jaén en junio de 2000, y recogida en el Cd–rom de ponencias del mismo y Larrauri Estefanía, M., Ahumada Carazo, R. M. y Blanco Mendialdúa, A., (2000), “Los Fondos de Inversión inmobiliaria españoles en un entorno global”, Actualidad Financiera, septiembre, pág. 3–18.

<sup>166</sup> *Cfr.* Grissom, T. V., Kuhle J. L. y Walther, C. H. (1987), “Diversification works in real estate too”, The Journal of Portfolio Management, vol. 13, nº 2, invierno, págs. 66–71.

- La gestión de los Fondos de Inversión la realizan profesionales conocedores del mercado en el que invierten. Esto libera de tiempo a la Entidad Gestora del FP, así como de la necesidad de contratar un especialista financiero para cada uno de los mercados en los que desee operar.
- La liquidez de la mayoría de los Fondos de Inversión<sup>167</sup> es elevada y comparable con los títulos líquidos del mercado de dinero. Hay un flujo continuo de entrada y salida de partícipes sin necesidad de poner títulos a la venta y de que haya compradores suficientes para casar las operaciones<sup>168</sup>. Este particular añade flexibilidad a la gestión de los FP pudiendo adecuar las inversiones a las necesidades del mismo e incluso reducir el nivel de liquidez del FP a niveles mínimos.
- Las Entidades Gestoras de los Fondos de Inversión en España publican diariamente el precio<sup>169</sup> de las participaciones –Valor liquidativo–. La periodicidad en la publicidad del Valor Liquidativo de las participaciones de los Fondos de Inversión responde plenamente a las necesidades de un FP en la medida en que la normativa obliga a la valoración diaria a precio de mercado de los títulos integrantes en su cartera de un FP<sup>170</sup>. Además, desde un punto de vista burocrático,

---

<sup>167</sup> Los Fondos de Inversión menos líquidos son los Inmobiliarios. Por lo que respecta a los que se comercializan en España la mayoría ofrecen una liquidez trimestral. No obstante, recientemente ha aparecido en el mercado un Fondo que ofrece una liquidez diaria: el *Grundbesitz Invest*.

<sup>168</sup> Esta afirmación se supone en un momento de no inestabilidad económica. Es evidente que, por ejemplo, en un mercado de tipos de interés al alza la caída de valor liquidativo en los Fondos de Inversión Mobiliaria en renta fija provoca, adicionalmente, el efecto de reembolso de participaciones que no es suplida con nuevas suscripciones.

<sup>169</sup> A excepción de los Fondos de Inversión Inmobiliarios que lo publican trimestralmente. En este sentido, destacar la novedad del *Grundbesitz Invest*, Fondo de Inversión Inmobiliario de origen alemán que publica diariamente el precio de sus participaciones.

<sup>170</sup> *Cfr.* 3.6.– Valoración de las inversiones de los Fondos de Pensiones.

calcular el valor del patrimonio de un FP invertido en Fondos de Inversión es más sencillo y rápido –existe un valor por cada Fondo de Inversión que calcular el valor de la cartera de un FP que invierte directamente en cada activo financiero o real.

Por lo tanto, la inversión de los FP en Fondos de Inversión responde a criterios de carácter principalmente económico y operativo. Por un lado, la diversificación, la seguridad y la profesionalidad de los Fondos de Inversión es coherente con la filosofía de los principios rectores de las inversiones de un FP y además le beneficia de las economías de escala en los gastos y comisiones. Ahora bien, esta modalidad de inversión, aunque coherente y beneficiosa para los FP, no es ajena a la polémica que este asunto pueda despertar en las Comisiones de Control de los PP integrados en el FP: el FP cuenta con una Entidad Gestora, Entidad profesional en la gestión de patrimonios.

En este sentido, es importante que la inversión de los FP en Fondos de Inversión se considere en un contexto más amplio que debe ser fruto, en todo caso, de un análisis comparativo previo entre la inversión directa en activos o indirecta, a través de Fondos de Inversión. Ésta última modalidad de inversión se justifica principalmente cuando el mercado financiero en el que se quiere invertir es complejo, lejano, poco conocido para la Entidad Gestora del FP, el patrimonio del FP es pequeño y no permite una adecuada diversificación o bien que el FP quiera incrementar la posición en determinado tipo concreto de títulos – superando las restricciones a la concentración de riesgos–.

La única salvedad a todo lo expuesto es la inversión de los FP en Fondos de Inversión Inmobiliarios. La inversión de los FP en inmuebles, aunque interesante tal como se analizó anteriormente, presenta algunos inconvenientes motivados principalmente por la problemática de la valoración<sup>171</sup>. De esta forma, a pesar de que la inversión en inmuebles a través de Fondos de Inversión sea más costosa para el FP<sup>172</sup>, permite “repartir” entre los partícipes y beneficiarios al menos trimestralmente<sup>173</sup> la revalorización de la inversión en inmuebles así como el importe de las rentas del alquiler, si fuera el caso.

### **3.5.3.– Limitaciones en las operaciones de carácter financiero de los Fondos de Pensiones**

La actividad financiera de los FP se encuentra sujeta a cuatro limitaciones particulares que analizamos seguidamente.

En primer lugar, se establecen unas condiciones específicas en la inversión de los FP en activos financieros contratados en Bolsa y en inmuebles.

---

<sup>171</sup> *Cfr.* Apartado 3.6.– Valoración de las inversiones de los Fondos de Pensiones.

<sup>172</sup> La inversión de los FP en Fondos de Inversión conlleva el pago de una comisión de gestión “doble”, la de la propia Entidad Gestora del FP y la que en su caso cobre la Entidad Gestora del Fondo de Inversión.

Según hemos podido constatar, en algunas ocasiones el FP paga una comisión de gestión del Fondo de Inversión inferior a la que pagarían, por ejemplo, los ahorradores particulares. Esta práctica es habitual sobre todo cuando la Entidad Gestora del Fondo de Pensiones y la Entidad Gestora del Fondo de Inversión pertenecen a la misma Entidad o Grupo Financiero o bien cuando el importe de la inversión es elevado.

<sup>173</sup> El Fondo de Inversión Inmobiliario *Grundbesitz Invest* es el único Fondo comercializado en España que facilita un Valor Liquidativo diario.

Los activos financieros contratados en Bolsa o en mercados secundarios por los FP se realizarán de forma que incidan de manera efectiva en los precios de concurrencia de la oferta y la demanda<sup>174</sup>. Con ello se persigue asegurar una gestión presidida por la publicidad y la transparencia, en aras a lograr una eficaz tutela de los intereses de promotores, partícipes y beneficiarios<sup>175</sup>. Las operaciones bursátiles especiales<sup>176</sup> requieren la autorización previa del órgano de supervisión de la Sociedad Rectora o de la Sociedad de Bolsa.

Al objeto de dotar de las mayores garantías posibles y salvaguardar los intereses de los FP, la adquisición y enajenación de inmuebles han de estar precedidas de una tasación realizada en la forma prevista en la normativa general entonces vigente<sup>177</sup>.

En segundo lugar, y con el propósito de poder garantizar los criterios de seguridad y prudencia de las inversiones, el nivel máximo de endeudamiento del FP del 5% del activo<sup>178</sup>.

---

<sup>174</sup> Este principio se puede obviar en el caso de que esta operación se pueda realizar en condiciones más favorables para el Fondo que las resultantes del mercado. Art. 35.1 del RPyFP.

<sup>175</sup> Moreno Royes, F., Santidrian Alegre, J. y Ferrando Piñol, A., *op. cit.*, pág. 134.

<sup>176</sup> Según el Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre la extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados, BOE nº 239, de 5 de octubre, desarrollado por la Orden de 5 de diciembre de 1991 del Ministerio de Economía y Hacienda, sobre operaciones bursátiles especiales, BOE núm. 294, de 9 de diciembre. y la Circular 3/1991, de 18 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre operaciones bursátiles especiales, BOE núm. 309, de 26 de diciembre, una operación es especial cuando pretendan llevarse a término sin formulación pública a través del sistema de contratación correspondiente a un precio que suponga una diferencia superior al 5 por 100 del más alto –o más bajo, según proceda– del cambio de cierre.

<sup>177</sup> Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario, BOE nº 89 y 90, de 14 y 15 de abril.

Además, se prohíbe a la Entidad Gestora, Depositaria, sus consejeros, administradores y miembros de la Comisión de Control comprar o vender para sí elementos del activo del Fondo<sup>179</sup>. Esta prohibición se hace extensiva tanto a otras Entidades que operen en nombre de estos como a la contratación de créditos.

Por último, los FP no pueden otorgar créditos a los partícipes de los Planes adscritos, salvo que contingencias no cubiertas por el Plan originen una disminución en la renta disponible del partícipe –por la reducción de ingresos o por el aumento de gastos–. Estos casos particulares deberán venir recogidos en el reglamento o especificaciones del Plan, sin que en ningún caso el importe del crédito<sup>180</sup> supere el 80% de los derechos consolidados del partícipe.

### **3.6.– Valoración de las inversiones de los Fondos de Pensiones**

Los activos en los que se materializan las inversiones de un FP se valorarán diariamente a precio de mercado como criterio general<sup>181</sup>, atendiendo a las siguientes particularidades:

---

<sup>178</sup> Art. 36 del RPyFP.

<sup>179</sup> No quedan incluidas en el ámbito de esta prohibición las operaciones de cesión y de adquisición de activos por parte de las Entidades Depositarias que formen parte de sus operaciones habituales. Art. 35.4 del RPyFP.

<sup>180</sup> El importe del crédito deberá ser remunerado a un tipo de interés no inferior al de mercado.

<sup>181</sup> La inestabilidad que ha caracterizado a los mercados durante los últimos años justifica, según algunos estudios, la necesidad de modificar el sistema actualmente vigente. Para un análisis de los aspectos que se están valorando por la DGSE, incluidas en el Borrador del Reglamento de Planes y

I.– Los títulos admitidos a cotización oficial en una sola Bolsa “*se valorarán al cambio de cierre del día que se refiera su estimación, si lo hubiere. En caso contrario, al que oficialmente se señale para las demandas no satisfechas o, en su defecto, para las ofertas sin contrapartida. Si no se publicara cambio de operaciones ni posición de oferta o demanda, al último publicado*”<sup>182</sup>.

II.– Los títulos admitidos a cotización en más de una Bolsa “*se estimarán al cambio de cierre publicado en cualquiera de ellas. Si no hubiere cambio publicado en ninguna de las Bolsas, se aplicará el criterio señalado anteriormente*”<sup>183</sup>.

En cualquiera de los dos supuestos anteriores en los títulos de renta variable “*se admite la posibilidad de valorarlos con el promedio de un número determinado de sesiones*”<sup>184</sup>.

III.– Los títulos no admitidos a cotización oficial se estimarán en relación a “*los cambios que resulten de las cotizaciones oficiales de títulos similares de la misma Entidad procedentes de emisiones anteriores, habida cuenta de la diferencias que pudieran existir en sus derechos económicos*”<sup>185</sup>.

---

Fondos de Pensiones ver González Navarro, E., (1998), “Fondos de Pensiones: criterios de valoración de sus inversiones”, *Partida Doble*, nº 87, págs. 39 a 44.

<sup>182</sup> Art. 37.1 apartado a del RPyFP.

<sup>183</sup> Art. 37.1 apartado b del RPyFP.

<sup>184</sup> Art. 37.5 del RPyFP.

IV.– Los demás activos financieros que formen parte del patrimonio del Fondo se valorarán, habida cuenta del plazo de amortización y sus características intrínsecas, *“utilizando los criterios de valor de amortización y precio de mercado en la forma que determine el Ministerio de Economía y Hacienda”*<sup>186</sup>.

V.– Los activos no incluidos en los apartados anteriores se estimarán por su *“valor de realización, ajustándose a los criterios fijados por el Ministerio de Economía y Hacienda”*<sup>187</sup>.

VI.– Los bienes inmuebles se valorarán<sup>188</sup> *“en función de la Ley de regulación del Mercado Hipotecario y su legislación complementaria. Entre cada revisión no mediará un plazo superior a cinco años”*<sup>189</sup>.

Al principio, estas normas de valoración no fueron atendidas por todas las Entidades Gestoras, sobre todo en el apartado de los títulos de renta fija<sup>190</sup>, lo que promovió un comportamiento o evolución de los FP no homogéneo. Para evitar esa irregularidad la DGSF envió a todas las Entidades Gestoras de FP la Circular

---

<sup>185</sup> Art. 37.1 apartado c del RPyFP.

<sup>186</sup> Art. 37.1 apartado d. A la fecha actual el Ministerio de Economía no ha fijado ningún criterio al respecto.

<sup>187</sup> Art. 37.1 apartado e del RPyFP. A la fecha actual el Ministerio de Economía no ha fijado ningún criterio al respecto.

<sup>188</sup> La tasación de los bienes inmuebles de los FP deberá realizarse por una sociedad de tasación homologada regulada por el Real Decreto 775/1997, de 30 de mayo, por el que se establece el régimen jurídico de homologación de los servicios y sociedades de tasación, BOE núm. 141, de 13 de junio.

<sup>189</sup> Art. 37.1 apartado e del RPyFP.

<sup>190</sup> El criterio que hasta entonces venía siendo aplicado por las Entidades de Gestoras de FP estaba basado en la valoración de los títulos de renta fija a precio de adquisición y la periodificación de los rendimientos.



de 29 de marzo de 1995<sup>191</sup> en la que se recordaban los criterios generales de valoración de las inversiones financieras de los FP recogidos en el RPyFP y su aplicación para el caso de los títulos de renta fija:

I.– Títulos de renta fija negociados en mercados regulados en general. Deberán valorarse *“conforme a las cotizaciones que presenten en cada momento, aplicando si fuera preciso analógicamente las normas de los apartados a), b) y c) del artículo 37 de RPyFP”*.

II.– Títulos de renta fija no negociados en mercados regulados. Se considerará aceptable el criterio de valoración en base a la *“actualización de flujos, tomando como referencia la tasa interna de rendimiento correspondiente a los valores de renta fija emitidos por el Estado con fecha de vencimiento más próxima al valor en cuestión”*.

También se señala que *“las tasas aplicables deberán acomodarse de forma continua dentro de cada ejercicio a la evolución de los propios mercados, si bien en este punto y por facilidades operativas, será admisible que se adopten para periodos a lo sumo mensuales, las tasas de cierre del mes anterior”*.

Igualmente, será admisible *“la aplicación de primas de riesgo razonables sobre las tasas tomadas como referencia, con el fin de equiparar la calidad del emisor y las condiciones cualitativas de la*

---

<sup>191</sup> Circular de la Dirección General de Seguros de 29 de marzo de 1995, sobre los criterios de valoración de valores de renta fija en el Balance de los Fondos de Pensiones.

*emisión con la de los títulos públicos que han servido de base para establecer las tasas de referencia a aplicar*<sup>192</sup>.

III.– Valores de renta fija con un plazo de reembolso o de recompra no opcional sea inferior a un año en el momento de la compra<sup>193</sup>. En estos supuestos no existen normas legales que impidan la contabilización de los mismos por su valor de reembolso, siempre que el juego contable aplicado arroje en cada momento una incidencia neta equivalente a la que se derivaría de su incorporación al activo por el precio de adquisición.

Ejemplo de valoración de un activo de renta fija con un plazo de reembolso inferior a un año en el momento de la compra.

Supongamos que a 1 de marzo de 2000 en el patrimonio del FP existen 100 Letras del Tesoro, cuyas características son:

- Fecha de emisión: 30 de junio de 1999.
- Fecha de adquisición: 31 de diciembre de 1999.
- Precio de adquisición para el Fondo: 98,716%.
- Valor nominal: 1.000 euros.
- Rendimiento interno: 2,6% semestral.
- Plazo de vencimiento: 1 año.

---

<sup>192</sup> Ésta viene siendo una práctica habitual, ya que lo suelen exigir los auditores del Fondo.

<sup>193</sup> En este apartado se incluyen los repos.

El valor que el gestor deberá tomar como valor de mercado de la Letra del Tesoro a 1 de marzo de 2000 será:

Precio de adquisición + Intereses devengados en los 2 meses

Es decir:

$$987,716 + 2,6\% * (31+28) / (31+28+31+30+31+30) * 1.000 = 996,19 \text{ euros.}$$

Si el Fondo posee 100 Letras del Tesoro, el valor total de mercado de las mismas será 99.619,11 euros.

### **3.7.– Régimen fiscal de los Fondos de Pensiones**

De igual forma que en el capítulo dedicado a los PP, en este caso procederemos con el análisis de la fiscalidad que afecta a estos patrimonios de titularidad colectiva adscritos al cumplimiento de las finalidades del Plan o Planes integrados en ellos. En ese camino, procederemos con los impuestos que atañen al patrimonio para finalizar con el tratamiento fiscal relativo a la Entidad Gestora y Depositaria del Fondo.

Los FP son sujetos pasivos, en primer lugar, del IS<sup>192</sup> y, por lo tanto, se deberá calcular la base imponible correspondiente de acuerdo a lo que se recoge en la normativa de dicho impuesto. No obstante, tributarán al tipo de gravamen del 0%<sup>193</sup>.

El tipo de gravamen del 0% implica, en primer lugar, la ausencia de tributación de los rendimientos obtenidos y, consiguientemente, el derecho a la devolución de las retenciones practicadas sobre los rendimientos de capital mobiliario. En este sentido, es evidente el diferimiento en el pago del impuesto, como ya se expuso en el tema anterior, al momento del cobro de las prestaciones cubiertas por el Plan o Planes integrados en el Fondo<sup>194</sup>.

---

<sup>192</sup> Art. 7.1.e) de la Ley 43/1995.

<sup>193</sup> Art. 26.8 de la Ley IS y art. 58.1 del RPyFP.

<sup>194</sup> Este modelo de tributación, es decir, de exención de las aportaciones y/o contribuciones así como del rendimiento de la inversión es, por su lado, el modelo más extendido en Europa. Este es el caso de Bélgica, Grecia, España, Francia, Irlanda, Países Bajos, Austria, Portugal, Finlandia y Reino Unido. No ocurre lo mismo con Dinamarca, Italia y Suecia cuyo régimen fiscal grava los rendimientos y las

Si recordamos la composición del patrimonio de los FP españoles, observamos con los rendimientos de capital mobiliario son los más importantes<sup>195</sup>. En el caso de las inversiones financieras en el mercado doméstico, la devolución de las retenciones que en su momento hubieran sido practicadas no presenta “*a priori*” ningún problema. No obstante, la devolución tendrá lugar en el ejercicio siguiente al que se produjo el rendimiento.

Sin embargo, cuando se invierte en mercados extranjeros las retenciones que en su caso se realicen en aquel país pueden no ser devueltas, con el consiguiente efecto negativo sobre la rentabilidad del Fondo. Según Alonso Murillo<sup>196</sup>, dos son las causas que principalmente justifican esta problemática<sup>197</sup>:

- El FP no podrá practicar la deducción por doble imposición internacional en la Cuota Íntegra del IS, ya que en ningún caso puede resultar negativa la diferencia obtenida al minorar la Cuota Íntegra por la deducción por doble imposición internacional<sup>198</sup>.

---

prestaciones, Luxemburgo que se centra en las aportaciones y Alemania, que concilia el modelo más común en Europa con el de Luxemburgo.

<sup>195</sup> *Cfr.* Figura 3.11.– Inversiones de los Fondos de Pensiones en 1999 y comentarios.

<sup>196</sup> Alonso Murillo, F., (2000), *op. cit.*, págs. 27, 28 y 29.

<sup>197</sup> El desigual tratamiento de los rendimientos de las inversiones de los FP españoles en los mercados extranjeros y las consecuencias sobre la diversificación de la cartera de estas instituciones, así como los medios empleados por las Entidades Gestoras para superar estos problemas son analizados por Ahumada Carazo, R. M., Blanco Mendialdua, A. y Larrauri Estefanía, M., (1999), *op. cit.*, págs. 662 y 663.

<sup>198</sup> Esto es precisamente lo que ocurre en el caso de los FP, ya que al aplicar a la Base Imponible del impuesto un tipo de gravamen igual a cero, cualquier minoración de la misma daría un resultado negativo.

- La deducción de las retenciones, ingresos a cuenta y pagos fraccionados sólo admiten la devolución de las cantidades retenidas en el IS español en la medida en que su cuantía exceda de la cuota líquida del sujeto pasivo<sup>199</sup>.

Desde el punto de vista fiscal y teniendo en cuenta la problemática de la recuperación de las retenciones de los rendimientos de las inversiones de los FP, sería de esperar que las inversiones de los FP se realizaran preferentemente en títulos cuyos rendimientos no estuvieran sujetos a retención o, en su caso, en activos financieros cuyo rendimiento principal fuera vía incremento patrimonial.

Los FP también pueden ser sujetos de otro impuesto, el Impuesto sobre el Valor Añadido<sup>200</sup>, en aquellos casos en los que el Fondo realizara entregas de bienes y prestaciones de servicios en el ejercicio de una actividad empresarial o profesional. En este sentido, aunque la actividad del Fondo no es empresarial,

---

<sup>199</sup> En consecuencia, lo pagado en concepto de impuesto extranjero no puede ser devuelto por la Hacienda Pública española, salvo que se dispusiese tal cosa en un convenio internacional para evitar la doble imposición.

Esta problemática ha sido abordada por la Comisión de la Comunidad Europea en la Comunicación COM(1999) 134 final, *Hacia un mercado único de sistemas complementarios de pensiones. Resultados de la consulta en torno al Libro Verde sobre los Sistemas Complementarios de Pensiones en el Mercado Único*. En este sentido, se cita que en la Unión existen 105 relaciones bilaterales posibles, de las cuales 98 se recogen actualmente en un convenio fiscal bilateral o multilateral de doble imposición y sólo unos pocos contienen ya disposiciones completas en este ámbito. “En la mayoría de las ocasiones estos convenios fiscales se redactan de forma análoga al art. 19 del Convenio Fiscal Modelo de la OCDE sobre rentas y capital, en el que el derecho al gravamen se atribuye al país de residencia. Si no existe ningún convenio bilateral, la manera de evitar la doble imposición dependerá de las normativas nacionales de los respectivos Estados miembros”. Cfr. págs. 40 y 41 del COM(1999) 134 final.

<sup>200</sup> El art. 84.3 de la Ley 30/1985, de 2 de agosto, del Impuesto sobre el Valor Añadido, BOE núm. 190, de 9 de agosto, considera entidades sujetas a este impuesto a aquéllas que, careciendo, de personalidad jurídica, constituyan una unidad económica o patrimonio susceptible de imposición. Este es el caso de los FP.

podría ocurrir que el activo del Fondo la incluyera<sup>201</sup>, aunque es más posible que esta hipotética actividad empresarial surgiera por el arrendamiento de un inmueble<sup>202</sup> del activo.

En tercer lugar, los FP están sujetos al Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, si bien el RPyFP establece que *“la constitución, disolución y las modificaciones consistentes en aumentos y disminuciones de los Fondos de Pensiones regulados en este Reglamento estarán exentos en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados”*<sup>203</sup>.

En lo referente a la fiscalidad que afecta a las Entidades Gestora y Depositaria del Fondo, su actividad está encuentra sujeta al IS, sin especialidad ninguna. En lo referente a los servicios que prestan al Fondo, estos se encuentran sujetos al Impuesto sobre el Valor Añadido, si bien gozan de exención<sup>204</sup>.

### **3.8.– Rentabilidad de un Fondo de Pensiones**

---

<sup>201</sup> El activo de un FP debe estar invertido conforme a los criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia, lo cual parece que no excluye el riesgo propio de toda actividad empresarial. Sin embargo, si tenemos en cuenta que al menos un 90% del activo debe estar invertido en activos financieros, en depósitos bancarios, en créditos con garantía hipotecaria y en inmuebles, se deja poco margen para el desarrollo de una actividad empresarial.

<sup>202</sup> En determinados casos, el arrendamiento del inmueble –en el caso de un terreno o que esté dedicado a viviendas– está exento del Impuesto sobre el Valor Añadido.

<sup>203</sup> Art. 59.

<sup>204</sup> Art. 20.1.18.n) de la Ley 30/1985 y art. 57 del RPyFP.

En este apartado analizaremos el método de cálculo de la rentabilidad de una Unidad de Cuenta, distinguiendo la rentabilidad del Fondo, del Plan de Pensiones y del partícipe–beneficiario<sup>205</sup>.

Como adelantábamos anteriormente<sup>206</sup>, el Valor de la Unidad de Cuenta, en adelante VUC, también conocido como Valor Liquidativo, es el cociente entre el patrimonio total neto del Fondo y el número de unidades de cuenta del Fondo. Cuando un FP integra varios PP el VUC de cada uno podrá ser diferente al ser el resultado de dividir el patrimonio neto del Fondo correspondiente al PP –cuenta de posición del Plan en el Fondo– entre el número de unidades de cuenta del PP.

En cualquiera de los casos, el patrimonio neto de un FP se calcula deduciendo el importe de las cuentas acreedoras de la suma de los valores de los activos<sup>207</sup> que componen la cartera del Fondo. Otra forma de calcularlo sería añadir a la cuantía de las aportaciones netas realizadas los resultados del año y de ejercicios anteriores, así como las plusvalías latentes de los valores adquiridos.

En los FP Multiplan, el patrimonio neto correspondiente a cada uno de ellos debería incluir, en el apartado de la cuenta de resultados, la parte

---

<sup>205</sup> En un contexto más amplio, la Association for Investment Management and Research y el Global Investment Performance Standards Committee proponen unas normas internacionales mínimas para obtener el rendimiento de las inversiones con el objetivo, entre otros, de conseguir la homogeneización del cálculo y la presentación de los resultados de la inversión de forma fiel y comparable con una información relevante detallada. En España, alguna consultora del área de previsión social viene publicando anualmente un informe en base a estas normas para los Fondos de Pensiones.

(1999), *Global Investent Performance Standards*, Ed. Association for Investment Management and Research, s. l.

<sup>206</sup> Apartado 3.1.– Configuración de los Fondos de Pensiones: Notas características.

<sup>207</sup> Los activos estarán valorados de acuerdo con las normas anteriormente expuestas y recogidas en el RPyFP así como en la Circular de 29 de marzo de 1995 de la DGSF.



proporcional correspondiente de los gastos generales del Fondo<sup>208</sup> y la totalidad de los gastos de cada PP<sup>209</sup>. Esta circunstancia podrá originar VUC distintos para cada Plan integrado en el Fondo y consiguientemente, rentabilidades diferentes<sup>210</sup>. Cuando se trate de un FP Uniplan los gastos generales del Fondo y los del Plan se integrarán en su totalidad en el cálculo del patrimonio neto del Fondo. Este efecto se ilustra con un ejemplo en la Figura 3.14.

**Figura 3.14.– Rentabilidad del Fondo de Pensiones y de los Planes de Pensiones que integra**

	<i>Nombre</i>	<i>Rentabilidad media anual obtenida en 2000</i>
<b>Fondo de Pensiones</b>	<i>Banco Central Hispano Ahorro I, F.P.</i>	0,93%
<b>Planes de Pensiones integrados en el Fondo de Pensiones</b>	<i>Banif Plan de Pensiones, P.P.</i>	0,94%
	<i>Europian P. C. Hispano, P.P.</i>	0,93%

Fuente: Ranking de la Economía Española e Inverco

<sup>208</sup> En este apartado se incluyen los gastos de auditoría, de la Comisión de Control del Fondo, de corretaje y, en general, todos aquellos originados en el Fondo en su actividad y que no son imputables directamente a alguno de los PP en él integrados. El importe de estos gastos se distribuye, entre los PP normalmente en relación al volumen de patrimonio de cada PP sobre el total del Fondo.

<sup>209</sup> Los gastos particulares del Plan incluyen:

- Los gastos y comisiones soportados por el Fondo atribuibles a un Plan determinados.
- Los gastos y comisiones de las operaciones propias de cada Plan, por ejemplo los gastos de gestión, de depósito, de la Comisión de Control del Plan, de la valoración actuarial, etcétera.

<sup>210</sup> Desde septiembre del 2000, este efecto se puede analizar a partir de la información mensual de Inverco sobre Planes Individuales. Además, algunos diarios económicos ofrecen esta información, con carácter mensual, para algunos PP.

Dado que los FP Multiplan son una derivación de los FP Uniplan y éstos últimos representan el modelo más extendido en España, nos centraremos principalmente en el supuesto de un FP que integra un único PP.

El patrimonio neto del FP se valora diariamente por lo que se verá afectado por los factores que influyen en el valor de mercado de las inversiones, las aportaciones o contribuciones de los partícipes y promotores, así como por el devengo de prestaciones por parte de los beneficiarios.

El patrimonio neto de un FP se puede calcular de cualquiera de las formas<sup>211</sup> que se describen en la Figura 3.15.

***Figura 3.15.– Patrimonio neto de un Fondo de Pensiones***

Valor de coste de la cartera
(+) Plusvalías latentes
(-) Minusvalías latentes
(+/-) Plusvalías/Minusvalías generadas por Opciones y Futuros*
(+) Intereses de renta fija periodificados
(+) Dividendos**
(+) Disponibilidades líquidas
(+) Deudores
(-) Acreedores

---

<sup>211</sup> En el primer cuadro se calcula el Patrimonio Neto del Fondo desde el lado del activo mientras que en el siguiente se propone hacerlo desde la óptica del origen de ese activo, es decir, desde el pasivo. En cualquiera de los casos, el resultado debe ser el mismo.

Aportaciones Netas a los Planes de Pensiones
(+) Resultados del ejercicio
(+) Resultados de ejercicio anteriores
(+) Plusvalías de valores

\* Este apartado se podría incluir en la primera partida del cálculo del Patrimonio Neto del Fondo. No obstante, las Entidades Gestoras tienden a diferenciarlo debido a que su liquidación es diaria normalmente.

\*\* La Entidad Gestora desconoce el momento del cobro y el importe del dividendo, por lo que esta partida tendrá saldo en el momento del cobro.

Fuente: Elaboración propia.

También se puede calcular el patrimonio neto del FP para un día en función del patrimonio del día anterior. En este caso quedaría:

***Figura 3.16.– El patrimonio neto de un Fondo de Pensiones en función del patrimonio del día anterior***

Patrimonio del Fondo el día anterior
(+/-) Variación de revalorización de la cartera en el día
(+) Ingresos del día
(-) Gastos del día (incluye los gastos de los Planes)
(+) Entradas en el día de partícipes de los Planes
(-) Salidas en el día de partícipes de los Planes

Fuente: Elaboración propia.

El importe de algunas partidas necesarias para el cálculo del patrimonio neto del Fondo se estiman al principio del ejercicio, lo que permite a la Entidad

Gestora imputarlo diariamente al valor del patrimonio. Con ello se evitan ciertas discriminaciones para los partícipes que suscriben un PP en un momento o en otro<sup>212</sup>. Esta suele ser la práctica habitual en las comisiones de la Entidad Gestora y Depositaria, gastos de corretaje, y en los intereses de la renta fija. En cualquiera de los casos, la forma de distribuir los gastos del Plan y del Fondo se deberán recoger en el reglamento de especificaciones del FP.

El rendimiento de un FP se calcula, en términos absolutos, a partir de la diferencia entre el valor del patrimonio neto al final y al principio del periodo objeto de análisis. La rentabilidad de un FP, por lo tanto, es originada por las ganancias o pérdidas de capital, los intereses, los dividendos y su reinversión<sup>213</sup> descontados los gastos del Fondo. La Figura 3.17 muestra la rentabilidad anual media ponderada obtenida por los FP, en función de la modalidad de Plan que integren.

**Figura 3.17.- Rentabilidades anuales medias ponderadas de los Fondos de Pensiones en España a 31 de diciembre de 2000**

	11 Años	8 Años	5 Años	3 Años	1 Año
<b>Sistema Individual</b>					
• Renta Fija	8,69	7,79	7,26	3,04	3,74
• Renta Fija Mixta I	8,81	8,10	7,34	3,79	0,61
• Renta Fija Mixta II	10,35	9,69	9,31	5,09	-2,00
• Renta Variable Mixta	9,98	10,44	10,65	7,42	-4,85
• Renta Variable	8,94	9,44	20,38	15,55	-10,50

<sup>212</sup> Cfr. Apartado 3.3.– Aspectos relativos a la Entidad Gestora.

<sup>213</sup> De una forma más precisa, la rentabilidad de un FP debería tener en cuenta el coste de oportunidad por las retenciones practicadas sobre el rendimiento de las inversiones que, posteriormente, le son devueltas, ya que los FP tributan al 0% en el IS.

<i>Sistema de Empleo</i>	11,05	10,65	10,56	6,72	0,28
<i>Sistema Asociado</i>	11,05	10,65	10,56	6,72	0,28

Fuente: Elaboración propia a partir la información de Inverco.

Como ya se expuso, para poder cubrir las prestaciones previstas en los PP integrados en el FP, las inversiones que realizan los Fondos deben combinar la seguridad con la rentabilidad. A efectos de medir esta rentabilidad se pueden diferenciar dos tipos de interés:

- El tipo de interés técnico, que es el que se aplica en los cálculos actuariales y que mantiene el equilibrio entre las aportaciones y las prestaciones<sup>214</sup>.
- El tipo de interés del rendimiento de las inversiones realizadas por el Fondo.

En este sentido, la regla de oro consiste en buscar siempre que el rendimiento de las inversiones sea igual o superior al tipo de interés técnico, pues en caso contrario se produciría un desequilibrio entre la valoración que se haya hecho de la corriente de ingresos y gastos y del rendimiento de las reservas.

Siguiendo el modelo de Beltrán Tello<sup>215</sup> y Blanco Mendialdua<sup>216</sup> para el caso de los Fondos de Inversión Mobiliaria y de Carrasco Castillo, Domínguez

Martínez y Gutiérrez Bengoechea<sup>217</sup>, la rentabilidad diaria obtenida por el FP será como se expone seguidamente a través de un ejemplo.

Supongamos un FP Uniplan cuyo patrimonio inicial es de 10.000 pesetas dividido en 10 Unidades de Cuenta con un valor inicial de 1.000 ptas<sup>218</sup>. Este patrimonio genera diariamente 19,5 pesetas brutas y las comisiones y gastos<sup>219</sup> se estiman en el 2% sobre el patrimonio inicial.

El rendimiento neto del Fondo (RN), es decir, el rendimiento después de gastos e impuestos será:

$$RN = 19,5 - \frac{2\% * 10.000}{365} = 18,95 \text{ ptas.}$$

La Rentabilidad Neta diaria del Fondo será:

---

<sup>214</sup> El Real Decreto 1589/1999, en el apartado 2 de la Disposición Adicional única, establece que el tipo de interés no podrá ser superior al 4%.

<sup>215</sup> Beltrán Tello, H., (1993), *Los Fondos de Inversión: Guía del Inversor (I, II, III y IV)*, BBV para Expansión, págs. 142–145.

<sup>216</sup> Blanco Mendiáldua, A., *op. cit.*, págs. 176–178.

<sup>217</sup> Carrasco Castillo, G., Domínguez Martínez, J. M. y Gutiérrez Bengoechea, M., (1997), “Los Planes de Pensiones como instrumentos de ahorro a largo plazo: un análisis de su rentabilidad”, Cuadernos de Información Económica, núms. 124 y 125, págs. 156–197.

<sup>218</sup> Esto supone que en el momento inicial los partícipes, y en su caso el promotor, realizaron aportaciones al Plan que se integraban en el Fondo. A medida que esto ocurría el Fondo automáticamente iba aumentando el número de Unidades de Cuenta a razón de dividir el importe de cada aportación entre 1.000 ptas.

<sup>219</sup> En este apartado se incluyen todos los gastos y comisiones que conlleva la actividad normal del Fondo.

$$\text{Rtab. Neta} = \frac{\text{RN}}{\text{Patrimonio Inicial}} = \frac{18,95}{10.000} = 0,1895\% \text{ diaria}$$

El proceso de cálculo de la rentabilidad neta del FP expuesto no sería válido en el supuesto de existir aportaciones o reembolsos durante el periodo objeto de análisis, ya que el rendimiento neto (RN) no tendría su origen en el patrimonio inicial<sup>220</sup>. Como resultado de ello, para calcular la rentabilidad de un FP para periodos superiores al día emplearemos el Valor de la Unidad de Cuenta, el cual neutraliza el efecto de este tipo de variaciones en el patrimonio al ser función del número de Unidades de Cuenta del Fondo.

Así, la fórmula que utilizaremos para calcular el rendimiento de un FP estará en función de la relación existente entre el VUC del final e inicial del periodo analizado. De esta forma tendremos:

$$\text{Rentb. del Fondo (\%)} = \frac{\text{VUC final del periodo} - \text{VUC principio del periodo}}{\text{VUC principio del periodo}} * 100$$

---

<sup>220</sup> Debido a que durante el periodo de análisis se producirán variaciones el patrimonio inicial del Fondo por aportaciones y pagos de prestaciones.

Siguiendo con el ejemplo anterior, procederemos al cálculo del VUC al final del periodo, un día después, para comprobar la identidad de las dos formas de cálculo de la rentabilidad de un FP.

$$\begin{aligned} \text{VUC al final del periodo} &= \frac{\text{Patrimonio Neto al final del periodo}}{\text{Nº de unidades de cuenta al final de periodo}} = \\ &= \frac{\text{Patrimonio inicial} + \text{RN}}{\text{Nº de unidades de cuenta al final de periodo}} = \frac{10.000 + 18,959}{10} = 1.001,895 \end{aligned}$$

Si al principio del periodo el VUC era 1.000 ptas., la rentabilidad diaria que obtiene el Fondo será:

$$\begin{aligned} \text{Rentb. del Fondo (\%)} &= \frac{\text{VUC final del periodo} - \text{VUC principio del periodo}}{\text{VUC principio del periodo}} * 100 = \\ &= \frac{1.001,895 - 1.000}{1.000} = 0,1895\% \text{ diario} \end{aligned}$$

Esta fórmula será igualmente válida para periodos superiores a un día, variando únicamente el valor del final del periodo objeto de análisis.



Por otro lado, el cálculo de la rentabilidad de un partícipe es más complejo debido a las diferentes situaciones que se pueden presentar<sup>221</sup>. En nuestro análisis tomaremos el caso de un partícipe de un PP Individual. En este proceso se deberán tener en cuenta los siguientes aspectos:

- La variable a emplear en el cálculo será el VUC, ya que el importe de su derecho, o en su caso prestación, estará en función de él.
- Si la aportación fuera única y se realiza al inicio del periodo objeto de análisis, la fórmula sería idéntica a la propuesta para el cálculo de la rentabilidad del Fondo, minorada por los gastos imputables al Plan. Éste sería el caso en el que la rentabilidad –financiera– del partícipe evolucionaría de una forma similar a la rentabilidad del Fondo.
- Si existieran varias aportaciones en el periodo objeto de análisis, cada una estaría sujeta a una rentabilidad diferente puesto que el partícipe adquiere en cada momento la Unidad de Cuenta a un precio diferente. De esta forma, la rentabilidad que obtenga el partícipe vendrá definida por la rentabilidad ponderada de sus aportaciones<sup>222</sup>.

---

<sup>221</sup> El partícipe de un PP de Prestación Definida conoce “*a priori*” la rentabilidad financiera de su inversión en la medida en la que la cuantía de la prestación está determinada y el importe de las aportaciones son conocidas también. En los PP de Aportación Definida la prestación es función de las aportaciones realizadas y de la rentabilidad del Fondo. De esta forma, el partícipe no conoce “*a priori*” la rentabilidad financiera de su inversión.

En cualquiera de los casos, la rentabilidad financiero–fiscal diferirá para cada beneficiario en función del tipo impositivo que grave sus rendimientos.

- En este proceso habría que tener en cuenta además el efecto fiscal sobre las aportaciones y las prestaciones del partícipe.

En efecto, una de las variables a tener en cuenta por el partícipe a la hora de suscribir un PP, además de su vertiente previsor, es el tratamiento fiscal. Por ello nos parece importante reparar en el análisis de la rentabilidad financiero–fiscal.

La rentabilidad financiero–fiscal de la operación vendrá dada por aquel rendimiento que equipare financieramente el total de desembolsos del partícipe del Plan y el total de flujos de caja que recibe. Basándonos en Alegre Escolano y Sáez Madrid<sup>223</sup> y adaptando el modelo para los FP<sup>224</sup>, la rentabilidad–financiero fiscal,  $r$ , sería aquella que cumpliera:

$$\sum_{t=1}^n UC_t * VUC_t * (1+r)^{(-t)} - \sum_{t=1}^n D_{t+0,5} * (1+r)^{-(t+0,5)}$$

$$=$$

$$\sum_{t=1}^j UCC_t * VUC_t * (1+r)^{(-t)} - \sum_{t=1}^j G_{t+0,5} * (1+r)^{-(t+0,5)}$$

(FÓRMULA 1)

Siendo:

---

<sup>222</sup> En el momento del devengo de la prestación el VUC de todas las Unidades de Cuenta será el mismo, mientras que su precio de adquisición fue distinto.

<sup>223</sup> Alegre Escolano, P. y Sáez Madrid, J. (1991), “Sobre la denominada tasa de rentabilidad financiero–fiscal”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, nº 67, marzo–abril, págs. 465–487.

<sup>224</sup> En el modelo aplicable a los Fondos de Inversión Mobiliaria la equivalencia sería:

Valor Adquisición + Desembolsos e Impuestos actualizados = Valor Liquidación actualizado

- $UC_t$ : Número de Unidades de Cuenta que adquiere el partícipe en el momento  $t$ .
- $VUC_t$ : Valor de la Unidad de Cuenta en el momento  $t$ .  
Por lo tanto,  
 $UC_t * VUC_t$  será el importe de la aportación del momento  $t$ .
- $D_{t+0,5}$ : Deducción fiscal por la aportación del momento  $t$ .
- $n$ : Momento de la última aportación.
- $UCC_t$ : Nº de Unidades de Cuenta Consumidas en el momento  $t$ .  
Por lo tanto,  
 $UC_t * VUC_t$  será el importe de la prestación recibida en el momento  $t$ .
- $G_{t+0,5}$ : Impuesto correspondiente a la prestación del momento  $t$ .
- $j$ : momento en el que el beneficiario consume el importe del derecho consolidado.

Dada la enorme casuística a la que se presta un análisis de este tipo, y ante la gran variedad de situaciones que pueden contemplarse y las numerosas variables a tener en consideración, resulta imprescindible delimitar el marco de análisis.

Supuestos:

- Un inversor no minusválido suscribe el 31-12-1993 el Plan de Pensiones Individual “UPV Plan” integrado en el Fondo de Pensiones Uniplan “UPV Fondo”.
- El partícipe realiza sus aportaciones a finales de cada año en la cuantía que se detalla en la siguiente tabla:

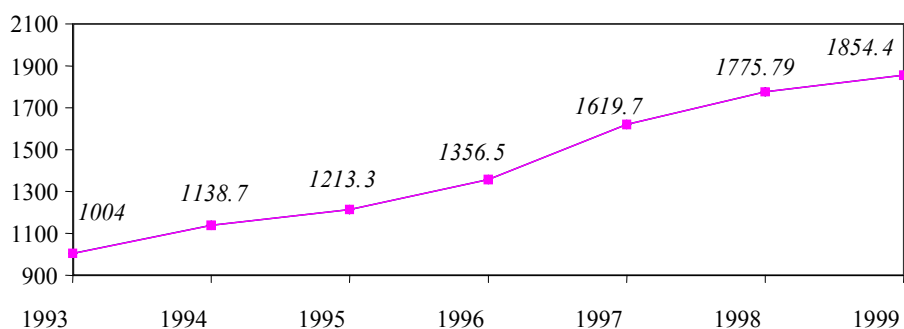
Año	Importe de la aportación *
1993	300.000
1995	400.000
1997	500.000

\* En pesetas.

- Los rendimientos netos de trabajo del partícipe fueron 3.750.000, 3.900.000, 3.990.000, 3.700.000 para 1993, 1995, 1997 y 1999, respectivamente.
- Durante el periodo objeto de análisis, el partícipe opta por la tributación individual en el I.R.P.F.
- El trabajador se jubila a 31-12-1999 y decide cobrar su prestación por jubilación en forma de capital.

La evolución del VUC del FP “UPV Fondo”, incluyendo los gastos correspondientes al Plan de Pensiones “UPV Plan”, es la que se recoge en la Figura 3.18.

**Figura 3.18.– Evolución del valor de la Unidad de Cuenta del Fondo de Pensiones “UPV Fondo”**



Fuente: Elaboración propia.

### 1.– Desembolsos que debe realizar el partícipe

- La cuantía de las aportaciones.
  - 31-12-1993: 300.000 ptas.  
El VUC a esa fecha era 1.004 ptas., por lo que el partícipe adquiere 298,804 Unidades de Cuenta.
  - 31-12-1995: 400.000 ptas.  
El VUC a esa fecha era 1213,30 ptas., por lo que el partícipe adquiere 329,679 Unidades de Cuenta.
  - 31-12-1997: 500.000 ptas.  
El VUC a esa fecha era 1.619,70 ptas., por lo que el partícipe adquiere 308,699 Unidades de Cuenta.

Por lo tanto, a 31-12-1997 el partícipe dispone 937,182<sup>225</sup> Unidades de Cuenta.

En el momento de realizar las aportaciones se ha verificado que esos importes no superaban los límites financieros y fiscales fijados para cada año<sup>226</sup>.

- Pago de impuestos en el momento del devengo de la prestación. La prestación se cobra en forma de capital el 31-12-1999, por lo que se integra el 60% de esa cantidad en la Base Imponible del I.R.P.F como rendimiento de trabajo. El pago fiscal consideramos que tiene lugar a mediados del ejercicio siguiente, es decir, en el año 2000.

## 2.– Contraprestaciones que recibe

- Las aportaciones a PP son deducibles en la Base Imponible del I.R.P.F. La cuantía del ahorro fiscal es el resultado de multiplicar la aportación por el tipo marginal de su Base Imponible, en este caso fue del 32% para los tres ejercicios. Así, la cuantía del ahorro fiscal fue:

- 1-6-1994:  $300.000 * 0,32 = 96.000$  ptas.
- 1-6-1996:  $400.000 * 0,32 = 128.000$  ptas.
- 1-6-1998:  $500.000 * 0,32 = 160.000$  ptas.

---

<sup>225</sup> Es decir,  $298,804 + 329,679 + 308,699$

<sup>226</sup> Para 1993 y 1995, la aportación máxima era la menor de estas cantidades: el 15% de los rendimientos netos de trabajo ó 750.000 ptas. El límite absoluto se incrementó para 1997 quedando: 15% de los rendimientos netos de trabajo ó 1.000.000 ptas.

- El 31-12-1999 se produce el devengo la prestación con un importe que resulta de:

$$\text{Cuantía de la prestación} = \text{N}^\circ \text{ de unidades de cuenta} * \text{VUC}_{(31-12-99)}$$

$$= 937,182 * 1.854,40 = 1.737.911,6 \text{ ptas.}$$

En el momento en el que el partícipe cobra la prestación en forma de capital se reduce el valor del patrimonio neto del Fondo en esa cuantía y en ese número de Unidades de Cuenta.

### 3.– Rentabilidad financiera (RF)

La rentabilidad financiera del partícipe será aquella que iguale el valor actual de la prestación al valor actual de todas las aportaciones realizadas. En nuestro caso, y tomando como momento de cálculo la fecha de la primera aportación, será:

$$300.000 + 400.000 * (1+RF)^{-2} + 500.000 * (1+RF)^{-4} = 1.737.911,6 (1+RF)^{-6}$$

Utilizando el Método de Newton obtenemos como resultado,

$$\text{RF} = 10,2568\%$$

#### 4.– Rentabilidad financiero–fiscal (RFF)

Suponiendo que el pago de impuestos y la devolución de las deducciones fiscales se produzcan a mitad del año siguiente en el que tiene lugar la operación que lo genera la FÓRMULA 1 en el momento de la primera aportación nos quedaría en el ejemplo como sigue<sup>227</sup>:

$$\begin{aligned}
 & 300.000 + 400.000 \cdot (1 + \text{RFF})^{-2} + 500.000 \cdot (1 + \text{RFF})^{-4} \\
 & + (-96.000 \cdot (1 + \text{RFF})^{-0,5} - 128.000 \cdot (1 + \text{RFF})^{-2,5} - 160.000 \cdot (1 + \text{RFF})^{-4,5} + 333.679 \cdot (1 + \text{RFF})^{-6,5}) \\
 & = \\
 & 1.737.911,6 (1 + \text{RFF})^{-6}
 \end{aligned}$$

Donde 96.000, 128.000 y 160.000 son las cantidades deducciones por las aportaciones realizadas y 333.679 es el importe del impuesto que le corresponde pagar al beneficiario por el cobro de la prestación<sup>228</sup>.

Por el Método de Newton obtenemos que la rentabilidad financiero–fiscal, RFF, que obtiene el partícipe es del 14,7118%.

---

<sup>227</sup> Corchuelo Martínez–Azúa, analiza las diferentes alternativas de sistemas de previsión complementarios –Planes de Pensiones y Seguros de Vida– y su coste financiero–fiscal en diversos escenarios que combinan la edad y la renta del inversor individual y del trabajador. En base a ello propone las alternativas preferibles de sistemas complementarios.

*Cfr.* Corchuelo Martínez–Azúa, B., (2000), “Valoración de la reforma del IRPF a través del coste financiero–fiscal de los sistemas de previsión social”, *Actualidad Financiera*, febrero, págs. 35–49 y Corchuelo, Martínez–Azúa, B., (2000), “Valoración de la reforma del IRPF a través del coste financiero–fiscal de los sistemas de previsión social colectivos”, *Actualidad Financiera*, abril, págs. 63–75.

<sup>228</sup> Para el cálculo de la tributación de la prestación tenemos en cuenta que se integra en la Base Imponible del IRPF el 60% de este importe y suponemos el mismo tipo de gravamen que las deducciones practicadas, es decir, el 32%. Es decir:

$$0,6 * 1737.911,6 * 0,32 = 333.679,03$$



### 5.– Rentabilidad del Fondo

Por último, calculamos la rentabilidad del Fondo, incluyendo los gastos que corresponden al Plan, para comprobar que ésta no coincide con la del partícipe por la existencia de aportaciones en momentos distintos al inicial y a que la rentabilidad del FP es creciente no uniforme.

La rentabilidad obtenida por el Fondo entre 1993 y 1999 se obtiene de la evolución del VUC, es decir,

$$\begin{aligned} \text{Rentb. del Fondo (\%)} &= \frac{\text{VUC final del periodo} - \text{VUC principio del periodo}}{\text{VUC principio del periodo}} * 100 \\ &= \frac{1854,40 - 1004,00}{1004,00} * 100 = 84,7011\% \end{aligned}$$

Este valor corresponde a una rentabilidad anual equivalente del 10,7673%, distinta de la que le corresponde al partícipe, el 10,2568%

Teniendo en cuenta lo anterior, la rentabilidad de un FP puede abordarse desde diferentes punto de vista: la rentabilidad obtenida por el Fondo –la que incluye sólo los gastos generales del Fondo– la rentabilidad neta del Fondo o del Plan que recoge los gastos particulares del Plan y la rentabilidad del partícipe, financiera y financiera–fiscal, esta última particular para cada caso debido a que las deducciones y pagos fiscales dependen del rendimiento neto del ejercicio en

el que se realice la aportaciones y se cobren las prestaciones. El paso siguiente en nuestro trabajo consiste en analizar el contrapunto a la rentabilidad, es decir, el riesgo del FP.

### **3.9.– Riesgo de un Fondo de Pensiones**

Siguiendo los pasos del apartado anterior, analizaremos a continuación el riesgo de los FP desde diferentes puntos de vista. En primer lugar reflexionaremos sobre el riesgo de las inversiones más habituales en los FP españoles, así como el del patrimonio en su conjunto. Posteriormente, y teniendo en cuenta el objetivo final de un FP y las diferentes modalidades de PP que recoge el modelo español, analizaremos el riesgo de un FP desde la perspectiva del partícipe<sup>227</sup>, beneficiario, promotor, Entidad Gestora y Entidad Depositaria.

#### **3.9.1.– Riesgo del patrimonio del Fondo de Pensiones**

La regulación de PyFP admite la inversión del patrimonio de los FP en un amplio abanico de activos, preferentemente admitidos a cotización en mercados oficiales. En los apartados 3.5.2.1 y 3.5.3<sup>228</sup> analizamos el contenido de la citada normativa y la distribución actual del patrimonio de los FP españoles, mientras que en el apartado 3.5.2.2<sup>229</sup> reflexionamos sobre el valor añadido de los activos más importantes en la gestión de los FP. En este análisis concluimos la

---

<sup>227</sup> En algunas modalidades de PP determinados riesgos que afectan al partícipe se trasladan al promotor o se diluyen entre uno y otro.

<sup>228</sup> *Cfr.* 3.5.2.1.– Limitaciones a la inversión de los Fondos de Pensiones y 3.5.3.– Limitaciones en las operaciones de carácter financiero de los Fondos de Pensiones.

<sup>229</sup> *Cfr.* 3.5.2.2.– Características de los principales activos en los que invierten los Fondos de Pensiones.

importancia de los activos de renta variable y de renta fija, por lo que el análisis del riesgo del patrimonio de los FP lo limitaremos a estas dos modalidades de inversión.

En términos generales, el riesgo de un activo financiero se define como la variabilidad de sus rendimientos respecto al valor medio esperado. Así, si la rentabilidad obtenida por el activo siempre coincide con su rentabilidad esperada, el riesgo es cero, pero si existe una alta probabilidad de que la rentabilidad obtenida se desvíe significativamente de la rentabilidad media esperada, el riesgo será elevado. El riesgo es, pues, la probabilidad de que los rendimientos generados por una inversión sean diferentes a los inicialmente previstos.

El riesgo de un activo financiero se mide a través de su desviación típica, es decir,

$$\sigma = \left[ \frac{\sum_{i=1}^n (R_i - R_e)^2}{n} \right]^{1/2}$$

donde:

- $\sigma$ : Desviación típica o riesgo total de un activo financiero.
- $R_i$ : Rentabilidad anual observada en el año  $i$ .
- $R_e$ : Rentabilidad esperada o media aritmética de las  $n$  observaciones.
- $N$ : Número total de observaciones.

Cuanto menor sea la desviación típica de un activo financiero, más concentrada estará su rentabilidad anual respecto a su media y, en consecuencia, menor riesgo tendrá la inversión.

En relación a los riesgos más relevantes<sup>230</sup> que afectan propiamente a los títulos de renta fija se dan cita el riesgo crediticio, el riesgo de tipo de interés o del precio del bono, el riesgo de reinversión y el riesgo de inflación<sup>231</sup>.

El riesgo crediticio de los títulos de renta fija, pública o privada, tiene su origen en la posibilidad de que el emisor no pueda pagar los rendimientos de la inversión y el precio de reembolso prometido. La evaluación de este riesgo valora la historia crediticia del Gobierno o de la empresa emisora y la capacidad de pago de las obligaciones.

Dada la amplia oferta de títulos en el mercado, tanto nacional como extranjero, diversas empresas<sup>232</sup> han valorado las emisiones de renta fija a largo plazo y activos financieros líquidos según la calidad del emisor. Las agencias de

---

<sup>230</sup> Adicionalmente existen otros riesgos que influyen en los títulos de renta fija y de renta variable como el riesgo de liquidez fruto de la dificultad que podría encontrar el inversor a la hora de cambiar el título por dinero rápidamente y sin pérdida de valor, el riesgo político o legal, referente a que algún cambio en la legislación, tratamiento fiscal, el riesgo país, el riesgo de la tasa de cambio de las divisas, etcétera.

<sup>231</sup> Nos hemos basado en Fabozzi, F. J., (Dir), (1997), *The handbook of fixed income securities*, Ed. Irwin, Illinois, págs. 18–24 y Fabozzi, F. J. y Dattatreya, R. E., (1995), *Active total return management of fixed-income portfolios*, Ed. Irwin, Illinois, págs. 2–7.

<sup>232</sup> Conocidas como Agencias de rating.

“rating” mas conocidas<sup>233</sup> son de Moody’s<sup>234</sup> y Standard & Poor’s<sup>235</sup>, que utilizan sistemas de calificación ligeramente distintos, pero coincidentes en utilizar las letras<sup>236</sup>, en lugar de los números para clasificar los riesgos.

**Figura 3.19.– Clasificaciones de agencias de ratings**

		MOODY’S	STANDARD & POOR’S	Significado
<b>Largo Plazo</b>	Grado de inversión	Aaa	AAA	Calidad óptima
		Aa1	AA+	Alta calidad
		Aa2	AA	
		Aa3	AA-	
		A1	A+	Buena calidad
		A2	A	
	A3	A-		
	Baa1	BBB+	Calidad satisfactoria que disminuirá con un cambio de circunstancias	
	Baa2	BBB		
	Baa3	BBB-		
	Grado especulativo	Ba1	BB+	Moderada seguridad, mayor exposición frente factores adversos
		Ba2	BB	
		Ba3	BB-	
		B1	B+	Seguridad reducida, mayor vulnerabilidad
B2		B		
B3		B-		
Caa		CCC	Vulnerabilidad identificada	
Ca	CC	Retrasos en pagos		
D	C	Pocas posibilidades de pagos		
	D	Emisión con incumplimiento declarado		
<b>Corto Plazo</b>	Grado de inversión	P-1	A-1+	Alto grado de solvencia
		P-2	A-1	Fuerte capacidad de pago

<sup>233</sup> Fitch Investor Services y Duff and Phelps Credit Rating Company ofrecen otras clasificaciones equivalentes. *Cfr.* Haight, G. T. y Morrell, S., (1997), *op. cit.*, pág. 200 y Verona Martel, M. C., (2000), “Aspectos generales del rating”, *Actualidad Financiera*, marzo, págs. 81–82 y Fabozzi, F. J., Wilson, R. S., Sauvan, H. C. y Rotchie, J. C., “Corporate bonds”, AAVV, (1997), Fabozzi, F. J., *op. cit.*, pág. 77.

<sup>234</sup> (1988), *Moody’s Bond Record*, Ed. Moody’s Investor Service, enero, Nueva York, pág. 1.

<sup>235</sup> (1988), *Standard & Poor’s Bond Guide*, Ed. Estándard & Poor Corporation, Febrero, pág. 10.

<sup>236</sup> Siguiendo la notación usual para la evaluaciones escolares en los Estados Unidos.

		P-3	A-3	Capacidad satisfactoria, elementos de vulnerabilidad
	Grado especulativo	N-P	B C D	Capacidad de pago inferior a las categorías anteriores

Fuente: Elaboración propia a partir de Moody's Bond Record y Standard & Poor's Bond Guide.

Estas calificaciones o “ratings” permiten identificar rápidamente el riesgo de crédito, de tal forma que a medida que se desciende en la clasificación, el deudor es menos solvente o menos estable. La Comisión de Control de cada FP será la que decida el nivel de riesgo máximo de las inversiones en renta fija de acuerdo a la Figura 3.19<sup>237</sup>. No obstante, puntualmente la Comisión de Control del Fondo podrá autorizar a la Entidad Gestora la suscripción de títulos con un riesgo superior.

Otro riesgo presente en los títulos de renta fija es el de tipo de interés o del precio del bono. Este tiene su origen, como ya se adelantó en el análisis de las inversiones de un FP, en las fluctuaciones en el precio ante variaciones en el tipo de interés. Así, cuando los tipos de interés se elevan, los precios de los bonos caen, e inversamente, cuando los tipos caen, los precios se elevan<sup>238</sup>.

---

<sup>237</sup> De acuerdo con las normas actuales sobre banca comercial del Comptroller of Currency en EEUU, las obligaciones calificadas con las cuatro máximas categorías (AAA, AA, A, BBB) se consideran aptas para las inversiones de los Bancos. En España hemos podido constatar que la mayoría de los FP invierten regularmente en renta fija con una calificación superior, según Estandard & Poors AA a largo plazo y en B a corto plazo.

<sup>238</sup> Por ejemplo, si un FP compra un título de renta fija a un tipo de interés, y después el tipo de interés de mercado baja, otro inversor estará dispuesto a comprar ese título por un precio mayor, puesto que él va a obtener un beneficio. Si, por el contrario, el tipo de interés de mercado sube, el valor de ese título disminuirá puesto que con él se obtiene menor rendimiento que en el mercado. La explicación económica reside en que una subida de tipos de interés en el mercado desplaza la demanda hacia activos con mayor tipo de interés que se van emitiendo, lo que provoca una disminución del precio del título. La explicación sería análoga para el caso de una disminución del tipo de interés del mercado.

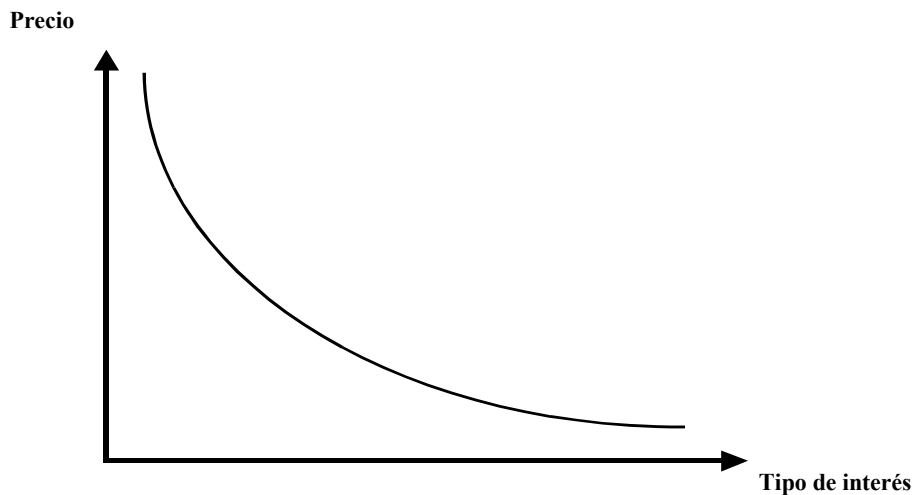
El efecto de una variación del tipo de interés se ve igualmente en la fórmula matemática del precio del activo, donde además es evidente la relación inversa que existe entre el precio del activo y el tipo de interés de mercado. La Figura 3.20 recoge gráficamente este efecto.

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+i_m)^t} + \frac{C_n}{(1+i_m)^n}$$

Donde:

- $I_t$  es el importe de los intereses recibidos cada periodo.
- $C_n$  es el importe correspondiente a la amortización del principal.
- $i_m$  es el tipo de interés de mercado.

**Figura 3.20.– Relación entre el precio y el tipo de interés de mercado**



Fuente: Elaboración propia.



Siguiendo a Bierwag<sup>239</sup>, Fabozzi<sup>240</sup>, Blanco<sup>241</sup> y Pérez<sup>242</sup> el impacto de una variación de tipos de interés sobre el precio o elasticidad, depende de los siguientes factores: el nivel inicial de tipo de interés de mercado<sup>243</sup>, el cupón<sup>244</sup> y el vencimiento<sup>245</sup>.

Una medida adecuada del riesgo de precio o de mercado es la “Duración” o Duration<sup>246</sup>. Soldevilla<sup>247</sup>, Bierwag<sup>248</sup>, Kaufman y Latta, Sousa, Ezquiaga y

---

<sup>239</sup> Bierwag, G. O., (1991), *Análisis de la duración. La gestión del riesgo de tipo de interés*, Ed. Alianza Editorial, Madrid, págs. 61–81.

<sup>240</sup> Fabozzi, F. J. y Fabozzi, T. D., (1989), *Bond markets, analysis and strategies*, Ed. Prentice–Hall, Nueva Jersey, págs. 42–43.

<sup>241</sup> Blanco Mendialdua, A., *op. cit.*, págs. 220–236.

<sup>242</sup> Pérez Martínez, M., (1998), *La duración y los modelos de inmunización financiera*, Tesis Doctoral, Dpto. Economía Financiera II, Universidad del País Vasco, Mayo, págs. 10–20.

<sup>243</sup> El cambio en el precio es menor cuanto mayor sea el rendimiento inicial y análogamente, la variación en el precio es mayor cuanto menor sea el tipo e interés inicial.

<sup>244</sup> Suponiendo un vencimiento dado, un tipo de interés de mercado inicial y unos bonos con el mismo rendimiento, la variación porcentual en el precio ante una variación en el tipo de interés es menor cuanto mayor es el cupón, y es mayor cuanto menor es el cupón. Es decir, la sensibilidad disminuye con el aumento del cupón, e inversamente, va aumentando si los cupones van disminuyendo.

<sup>245</sup> La elasticidad del precio respecto al tipo de interés será mayor cuanto más lejos esté el vencimiento, aunque con algunas excepciones.

En este sentido, Bierwag nos dice que “*para algunos bonos al descuento, el aumento porcentual en el precio primero aumenta con el vencimiento y luego decrece con él una vez que éste es lo suficientemente grande*”.

Bierwag, G. O., *op. cit.*, págs. 66 y 67.

<sup>246</sup> Por no ser el objetivo principal de nuestro trabajo obviaremos exponer la demostración de la identidad de la duración y la elasticidad de la curva de tipos de interés. La elasticidad es igual a la Duración pero con signo opuesto. Este signo se debe a la relación inversa entre precio y tipo de interés. Es decir, la pendiente de la recta que representa esta relación es negativa.

*Cfr.* entre otros Blanco Mendialdua, A., *op. cit.*, págs. 239 y 240.

<sup>247</sup> Soldevilla García, E., (1985), “Inversión y financiación con obligaciones”, Cuadernos de Gestión, Instituto de Economía Aplicada a la empresa y Universidad del País Vasco, mayo, nº 1, págs. 38 y ss.

<sup>248</sup> Bierwag, G. O., Kaufman, G. G. y Latta, C. M., (1988), “Duration models: a taxonomy”, The Journal of Portfolio Management, otoño, págs. 50–54.

Zoido<sup>249</sup>, nos remiten a dicho concepto introducido por Maculay en 1938<sup>250</sup> que llega a la duración buscando la “vida media” del título. La expresión de la duración (D) de un título<sup>251</sup> es:

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

Donde:

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

De acuerdo a la formulación anterior, la Duración es la media de los plazos de cada cobro, ponderada por el porcentaje que representa cada cobro actualizado respecto al precio total del bono. La Duración puede venir medida en

---

<sup>249</sup> Sousa Suárez, R., Ezquiaga Dominguez, I. y Zoido Martínez, J., (1996), “La duración y su aplicación tradicional al análisis y gestión de los títulos de renta fija”, *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*, Ed. Ariel Economía, Barcelona, págs. 909–935.

<sup>250</sup> Maculay, F. R., (1938), *Some theoretical problems suggested by the moments of interest rates, bond yields and stock prices in the U.S since 1856*, Ed. National Bureau of Economic Research, Nueva York.

<sup>251</sup> La duración de una cartera sería:

$$D_c = n_1 * D_1 + n_2 * D_2 + n_3 * D_3 + n_4 * D_4 + \dots + n_w * D_w$$

Donde  $D_w$  es la Duración del título W-ésimo y  $n_w$  es el porcentaje en el que está invertido el título w-ésimo en el total de la cartera de títulos.

años, semestres, etcétera, según sea el periodo “t” que se tome de referencia, es decir, la periodicidad con la que se perciban los flujos de caja.

La Duración fue empleada por primera vez como medida del riesgo de precios de los bonos por Hopewell y Kaufman: “*Ante variaciones en el rendimiento de mercado, el porcentaje de cambio en el precio de los bonos varía proporcionalmente a la Duración, y es mayor cuanto mayor es la Duración del bono*”<sup>252</sup>.

Al igual que hemos hecho anteriormente con la sensibilidad del precio, la Duración está relacionada con<sup>253</sup>:

- El tipo interno de rendimiento: La relación es inversa puesto que la Duración es mayor a medida que el rendimiento interno es menor.
- El tipo de interés del cupón. La Duración disminuye a medida que aumenta el cupón y va aumentando a medida que disminuye el cupón. Por lo tanto, la variabilidad del precio es menor cuanto mayor es el tipo del cupón y viceversa. Además, si el pago de los cupones está más concentrado en los primeros periodos, la Duración será menor que si el pago de los cupones se concentra hacia el final de la vida del bono.

---

<sup>252</sup> Hopewell, M. y Kaufman, G., (1973), “Bond price volatility and term to maturity: a generalized respecification”, *American Economic Review*, vol. 63, septiembre, págs. 749–753.

<sup>253</sup> En este apartado seguimos a Soldevilla García, E., (1985), *op. cit.*, págs 43–45 y Mascareñas Pérez-Iñigo, J., (1991), “La gestión de carteras de renta fija (I, II, III)”, *Actualidad Financiera*, nº 19, semana del 6–12 mayo, págs. F–227 a F–447.

- El plazo de vencimiento del título. La relación con la Duración es directa hasta un momento en que ésta empieza a decrecer y llega a un límite inamovible en el que ya no depende del periodo de maduración.
- Interés acumulado –cupón corrido–. Cuanto mayor es el interés acumulado, menor es la Duración, puesto que antes se podrá ir recuperando la inversión.
- Otros factores como el paso del tiempo, la posibilidad de amortización anticipada o de una amortización parcial de los títulos, reducen la Duración.

La variación del precio en términos relativos al variar el tipo de interés en términos absolutos la mide la Duración Modificada ( $D^*$ ), concepto introducido por Hopewell y Kaufman<sup>254</sup>:

$$\frac{\delta P}{P} = \frac{-D}{(1+i)} * \delta i$$

o, lo que es lo mismo,  $\frac{\Delta P}{P} = \frac{-D}{(1+i)} \Delta i$

Siendo  $\frac{-D}{(1+i)}$  la Duración Modificada ( $D^*$ )<sup>255</sup>.

---

<sup>254</sup> Hopewell, M. y Kaufman, G., *op. cit.*, págs. 749–753.

<sup>255</sup> Podría ser más correcto no expresar la relación  $\frac{\Delta P}{P} = \frac{-D}{(1+i)} \Delta i$  como una igualdad, sino

$\frac{\Delta P}{P} \cong \frac{-D}{(1+i)} \Delta i$  puesto que no se cumple de forma exacta.

Por tanto, el nuevo precio ( $P_1$ ) se podrá calcular:

$$P_1 = P_0 * \left( 1 + \frac{\Delta P}{P} \right) = P_0 * \left( 1 + \frac{-D}{(1+i)} \Delta i \right)$$

La mayoría de los trabajos que abordan la Duración<sup>256</sup> señalan estudios de autores posteriores como Hicks<sup>257</sup>, que busca la medida del riesgo del precio desde un enfoque actuarial, Redington<sup>258</sup>, Samuelson<sup>259</sup> y Fisher<sup>260</sup>, que analizan la sensibilidad del precio de los bonos ante variaciones del tipo de interés y llegan a expresiones equivalentes a la de Maculay. Sin embargo, es a partir de las aportaciones de Fisher y Weil<sup>261</sup> cuando se generaliza la aplicación del concepto de Duración como medida de la sensibilidad de un activo de renta fija ante variaciones en el tipo de interés.

No obstante tanto la Duración como la Duración corregida no expresan la variación en el precio de forma totalmente exacta porque son modelos que parten

---

<sup>256</sup> El nacimiento y las primeras teorías acerca del concepto de Duración las han resumido Bierwag, Kaufman y Tover en dos siguientes trabajos: Bierwag, G.O., Kaufman, G. G. y Toevs, A., (1983), *Innovations in bond portfolio management: Duration analysis and immunization*, Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis, vol. 41, JAI Press, Londres y (1983), “Duration: Its development and use in bond portfolio management”, *Financial Analysts Journal*, julio-agosto, págs. 15–35 donde se desarrollan también las teorías de Redington y el teorema de Fisher y Weil.

<sup>257</sup> Hicks, J. R., (1945), *Valor y capital*, Ed. Fondo de Cultura Económica, México, (tr. española de Hicks, J. R., (1939), *Value and capital*, Ed. Clarendon Press, Oxford)

<sup>258</sup> Redington, F. M., (1952), “Review of the principle of life office valuations”, *Journal Institute of Actuaries*, nº 18, págs. 286–340.

<sup>259</sup> Samuelson, P. A., (1945), “The effect of interest rate increases on the banking system”, *American Economic Review*, nº 35, marzo, págs. 16–27.

<sup>260</sup> Fisher, L., (1966), “An algorithm for finding exact rates of return”, *The Journal of business*, nº 1, págs. 111–118.

<sup>261</sup> Fisher, L. y Weil, R. L., (1971), “Coping with the risk of interest risk fluctuations: return to bondholders form naive and optima strategies”, *Journal of Business*, vol. 44, nº 4, octubre, págs. 408–431.

de unas hipótesis iniciales muy restrictivas a las que se han planteado diversas soluciones<sup>262</sup>.

De igual forma que las variaciones en el tipo de interés del mercado afectan al precio del activo de renta fija, estas oscilaciones tendrán su efecto en los rendimientos que puedan generar los cupones que periódicamente percibe el poseedor del título.

Aislando el efecto reinversión de los cupones, una subida de tipos de interés hará que los cupones sean reinvertidos a una tasa de interés cada vez mayor, con lo que al final del periodo obtendríamos una rentabilidad superior a la prevista. Si por el contrario, los tipos de interés caen, el resultado final sería un rendimiento final del título menor del previsto inicialmente.

Por último, entre los riesgos que afectan a la inversión en renta fija se encuentra el riesgo de inflación<sup>263</sup>. Este surge como resultado de la posibilidad de que el valor de los títulos o de los ingresos se erosione cuando la inflación deprecie el valor de una moneda. Este riesgo, no obstante, está unido al tipo de interés puesto que el tipo de interés nominal se compone del tipo de interés real y

---

<sup>262</sup> Sobre las principales fuentes de error y soluciones planteadas ver: Bierwag, G. O., Kaufman, G. G. y Latta, C. M., *op. cit.*, Pérez Martínez, M. A., *op. cit.*, págs. 34–84, Blanco Mendialdúa, A., *op. cit.*, págs. 248–261, Klaffy, T. E., MA, Y. Y. y Nozari, A., *op. cit.*, págs. 39–45, Litterman, R. y Scheinkman, J., (1991), Litterman, R. y Scheinkman, J., (1991), “Common factors affecting bond returns”, *The Journal of Fixed Income*, vol. 1, nº 1, junio, págs 55–61, Douglas, G. L., (1988), *Yield curve analysis*, Ed. New York Institute fo Finance, Nueva York, págs. 207–228 y Mascareñas Pérez-Iñigo, J., (1997), “El método del punto de riesgo y la gestión del riesgo de interés antes variaciones no paralelas en la curva de rendimientos”, *AAVV Inquirens, Docens, Ducens*, Libro homenaje al Prof. D. Emilio Soldevilla, Ed. Milladoiro, Vigo, págs. 275–284.

de la tasa de inflación. Cuando la inflación crece, los tipos de interés suben y, como consecuencia, los títulos de deuda con tipos fijos reducirán su valor a causa del alza de los tipos de interés nominales.

Por su lado, los riesgos inherentes a los títulos de renta variable tienen su origen principalmente en la incertidumbre sobre los futuros beneficios de la empresa, la tasa de descuento que se emplea para actualizar esos flujos futuros así como que en caso de quiebra de la empresa los accionistas serían los últimos en cobrar. Siguiendo a Soldevilla García<sup>264</sup> y Suárez Suárez<sup>265</sup> esto da lugar a que la inversión en renta variable implique un riesgo económico, financiero, de volatilidad en el ingreso y del precio de la acción y por último de inflación.

El riesgo económico o de los negocios proviene del mercado real y de la gestión de la empresa. La variabilidad de la demanda y la variabilidad de los precios de venta de los productos y/o servicios de la empresa pueden motivar que los ingresos empresariales no sean suficientes para cubrir costos<sup>266</sup>. Las conjunturas expansivas o contractivas, el progreso tecnológico y la aparición de nuevos productos o servicios sustitutivos de los fabricados/prestados por la empresa, inciden fuertemente sobre los resultados pudiendo provocar cambios profundos en los beneficios. El riesgo sectorial es otro de los componentes del riesgo económico, puesto que cada sector está sometido a un particular riesgo, no

---

<sup>263</sup> Sobre la relación entre la inflación y el horizonte temporal de la inversión volveremos en el apartado 3.9.2.- Riesgo del promotor, partícipe y beneficiario de un Fondo de Pensiones.

<sup>264</sup> Soldevilla García, E., (1999), *op. cit.*, págs. 117-118.

<sup>265</sup> Suárez Suárez, A. S., (1998), *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, (18ª Ed.), Ed. Pirámide, Madrid, págs. 492 y ss.

<sup>266</sup> Esto justifica que también se conozca con el nombre de riesgo operativo.

es lo mismo el de una empresa siderúrgica que el de una entidad crediticia. Todos estos factores de incertidumbre originan el riesgo propio de la empresa y por lo tanto el riesgo del inversor de renta variable<sup>267</sup>.

Entre los instrumentos habitualmente utilizados en la valoración del riesgo económico se encuentran todas aquellas variables que afectan a la renta generada por la empresa, es decir, al cash-flow. En este sentido, se dan cita el ratio de mantenimiento<sup>268</sup>, de cargas financieras<sup>269</sup>, de rentabilidad directa<sup>270</sup> y de crecimiento<sup>271</sup>.

En relación con el riesgo económico se encuentra el riesgo financiero. Este riesgo surge de la posible incapacidad de la empresa para conseguir ingresos suficientes con los que pagar los gastos financieros de endeudamiento. Cuando la empresa necesita capital para invertir en sus proyectos, tiene la alternativa de elegir entre el capital propio, por ejemplo, o el capital ajeno: obligaciones, bonos, etcétera. La decisión tomada repercute en los ingresos de los accionistas, puesto que los intereses de endeudamiento pueden repercutir positiva o negativamente

---

<sup>267</sup> Para un análisis más detallado de la estructura del riesgo a través de sus componentes de riesgo operativo y financiero *Cfr.* Samuels, J. M., Wilkes, F. M., y Brayshaw, R. E., (1999), *Financial management & Decision making*, Ed. International Thomson Business Press, Londres, págs. 273 y ss., Alexander, G. J. y Sharpe, W. F., (1989), *Fundamentals of investments*, Ed. Prentice-Hall, Nueva Jersey, págs. 260 y ss. Martín Marín, J. L. y Ruiz Martínez, R. J., (1992), *El inversor y el patrimonio financiero*, Ed. Ariel, Barcelona, págs. 111-117.

<sup>268</sup> Relación entre la dotación de amortizaciones técnicas y el cash-flow neto.

<sup>269</sup> Relación entre intereses de la deuda y cash-flow neto.

<sup>270</sup> Relación entre la dotación a dividendos y el cash-flow neto.

<sup>271</sup> Relación entre la dotación de reservas y el cash-flow neto.



sobre el nivel de dividendos. El riesgo financiero se origina, pues, por las estrategias de apalancamiento de la empresa<sup>272</sup>.

Por su lado, la volatilidad del ingreso de la acción proviene de las fluctuaciones en el rendimiento por dividendo y por lo tanto, estará directamente relacionado con la posibilidad de que los ingresos empresariales sean insuficientes para cubrir los costos operativos y financieros de la empresa. De esta forma, es evidente la relación entre la volatilidad del ingreso de la acción y el riesgo económico y financiero de la empresa.

La volatilidad del precio o el riesgo de una acción también puede explicarse por dos vías<sup>273</sup>: riesgo sistemático y no sistemático. La relación quedaría de la siguiente forma:

$$\text{Riesgo global} = \text{Riesgo sistemático} + \text{Riesgo no sistemático}$$

El primero es proporcional al mercado y se explicita por medio de un coeficiente denominando *Beta*,  $\beta$ , el otro es intrínseco al valor en cuestión y no se

---

<sup>272</sup> Para una medición del riesgo económico y financiero a través de la Beta apalancada y Beta desapalancada *Cfr.* Termes, R., (1998), *Inversión y coste de capital*, Ed. McGraw-Hill, Madrid, págs. 439-442 y Ross, S. A., Westerfield, R. W. y Jaffe, J. F., (1995), *Finanzas corporativas*, Ed. Irwin, Madrid, págs. 359-368.

<sup>273</sup> Este análisis de la descomposición del riesgo total de una acción en riesgo sistemático y no sistemático procede del modelo del *Capital Asset Pricing Model* desarrollado por Harry Markowitz, posteriormente simplificado por Sharpe. *Cfr.* Markowitz, H., (1952), *op. cit.*, Markowitz, H., (1959), *op.*

puede explicar en función del mercado. La *Beta* es un coeficiente que mide el riesgo de mercado de un valor. La formulación matemática del *Beta* de un valor *i* en relación al mercado *m* es la siguiente:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_m, R_i)}{\sigma_{2m}}$$

donde

- $\text{Cov}(R_m, R_i)$  es la covarianza entre los rendimientos del mercado y los rendimientos del valor *i*.
- $\sigma_{2m}$  es la varianza de los rendimientos del mercado.

*Beta* es el coeficiente de regresión que expresa la proporcionalidad entre las variaciones en la rentabilidad anual de un valor y las variaciones en la rentabilidad anual del mercado en su conjunto. Es decir, representa el comportamiento relativo de la cotización de un valor respecto a la evolución general del mercado.

Así, un valor de *Beta* igual a 2 implica que por cada 1% que varíe el mercado –al alza o a la baja– la rentabilidad de la acción variará un 2%, es decir, la variabilidad de la rentabilidad del valor es el doble de la variabilidad de la rentabilidad del mercado en su conjunto. Por lo contrario, un valor con *Beta* = 0,5 implica que por cada 1% que varíe la rentabilidad del mercado, la rentabilidad

---

*cit.*, Sharpe, W. F., (1963), *op. cit.*, Sharpe, W. F., (1964), *op. cit.*

del valor variará tan sólo un 0,5%, es decir, la variabilidad de la rentabilidad del valor es en este caso la mitad de la variabilidad del mercado. Los títulos con una *Beta* inferior a la unidad se les denomina activos “*poco volátiles*” o “*defensivos*” mientras que los de una *Beta* superior a la unidad son los activos “*muy volátiles*” o “*agresivos*”.

Por tanto, cuanto mayor sea la *Beta* de un valor, mayor será su riesgo. Matemáticamente el riesgo sistemático o de mercado de un valor *i* es igual a su *Beta* por el riesgo del mercado en su conjunto:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 * \sigma_m^2$$

donde:

- $\sigma_i^2$  es el riesgo sistemático del valor *i*.
- $\beta_i$  es el coeficiente *Beta* del valor *i*.
- $\sigma_m^2$  es el riesgo de mercado en su conjunto.

Debido al interés de la comunidad inversora por el riesgo de mercado, diferentes servicios consultores y mediadores<sup>274</sup> publican regularmente estimaciones de las *Betas* de distinta calidad. Por ejemplo, el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid para periodos de tres meses, un año y cuatro años

---

<sup>274</sup> Merrill Lynch, Pierce, Fenner y Smith, entre otros.

Cfr. Braeley, R. A. y Myesrs, S. C., (1995), *Fundamentos de la financiación empresarial*, (4ª Ed.), Ed. McGraw-Hill, Madrid, pág. 222.

publicó las *Betas* de diferentes sectores. En la Figura 3.21 puede observarse que las *Betas* son muy distintas en función del sector.

**Figura 3.21.– *Betas sectoriales de la Bolsa de Madrid***

<b>Sector</b>	<b>Periodo: tres meses</b>
• Bancos	0,70
• Eléctricas	0,46
• Alimentación	0,30
• Construcción	0,68
• Cartera–Inversión	0,77
• Metal–Mecánica	0,29
• Petróleo–Químicas	0,18
• Comunicaciones	1,95
• Otras Industrias y Servicios	0,59
• Nuevas tecnologías	2,01

Fuente: (2000), Revista de la Bolsa de Madrid, nº 90, julio.

El riesgo específico vendría determinado, por su lado por la desviación típica de la perturbación aleatoria<sup>275</sup>. Esta forma de medir el riesgo sistemático

---

<sup>275</sup> La perturbación aleatoria  $e_i$  surge del modelo de Sharpe que busca estimar la rentabilidad y el riesgo de los valores mobiliarios. Según este modelo, el rendimiento de un determinado título podría determinarse con la siguiente ecuación, aplicable a un periodo concreto:

$$R_t = \alpha_t + \beta_t * R_m + E_t$$

donde,

- $R_t$  la rentabilidad del título para un periodo de tiempo determinado,
- $R_m$  es la rentabilidad del mercado,
- $\alpha_t$  y  $\beta_t$  son los parámetros que relaciona el indicador particular del título con el general del mercado y,

tiene la explicación en el significado estadístico de cada uno de los parámetros. Si la perturbación aleatoria recoge la parte del movimiento de la rentabilidad del título no explicada por el índice de mercado, la varianza de los residuos nos dará cómo puede variar la parte de la rentabilidad no explicada por el índice de mercado. Sería la dispersión de cada punto respecto a la línea característica. Tomando la varianzas en la línea característica del mercado de Sharpe tendríamos:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 * \sigma_m^2 + \sigma_e^2$$

donde  $\sigma_e^2$  es el riesgo no sistemático del valor i.

El riesgo de inflación, por su lado, no repercute en las acciones tan seriamente como en los bonos, ya que la empresa emisora, a través del mercado real y de los precios de mercado de los títulos, puede defenderse de los cambios de valor de los bienes. Pero las cotizaciones de las acciones se mueven inversamente con la inflación, vía tipos de interés. En efecto, cuando la inflación es elevada los tipos de interés de la deuda suben y son mayores proporcionalmente que los rendimientos por dividendo, mientras que cuando la inflación es baja, los tipos de interés son bajos y los fondos tienden a trasladarse

- 
- $E_t$  es el error o perturbación aleatoria, expresivo de las variaciones específicas de ese título o empresa.

al mercado de acciones, lo que repercute en la elevación de los precios de las mismas<sup>276</sup>.

No obstante, el riesgo de la cartera compuesta por diversos títulos, de renta fija y de renta variable, conlleva un riesgo que, como ya adelantábamos en el análisis del riesgo de los títulos de renta variable, no es la suma del riesgo de cada una de las inversiones. El efecto de la diversificación de las inversiones de un FP se analizará en el capítulo 6.

Una medida de riesgo de los FP que cada vez está cobrando más importancia en Estados Unidos, Reino Unido y Japón<sup>277</sup>, y que está siendo completada por alguna Entidad Gestora de FP española es el “Value at Risk”, también conocido como VAR<sup>278</sup>. El VAR nos dice cuál es “*la mayor pérdida esperada en un horizonte temporal para un nivel de confianza*”<sup>279</sup>. Para el caso de los FP, Ambachtsheer y Ezra<sup>280</sup> definen el VAR como el importe máximo que el Fondo puede perder durante un periodo de tiempo determinado en una situación

---

<sup>276</sup> La Duración que en sus orígenes se definió para el mercado de bonos, es un concepto que comienza a extenderse entre los participantes del mercado bursátil en la determinación de la sensibilidad de una acción a la variación de los tipos de interés.

<sup>277</sup> Estos países cuentan con una dilatada experiencia en FP, tanto por la antigüedad de estas instituciones como por la importancia del patrimonio que acumulan. *Cfr.* Ambachtsheer, K. P. y Ezra, D. D., *op. cit.*, pág. 5, Davis, E. P., (1995), *Pension Funds. Retirement–Income and Capital Markets. An International perspective*, Ed. Clarendon Press, Oxford, págs. 53–75.

<sup>278</sup> Sobre el VAR, *Cfr.* entre otros: Duffie, D. y Pan, J., (1997), “An overview of Value at Risk”, *Journal of Derivates*, vol. 4, nº 3, primavera, págs. 7–49, Martín Marín, J. L., Oliver Alonso, M. D. y De la Torre Gallegos, A., (1997), “Value at risk: Un modelo de control del riesgo de mercado”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 6, nº 3, págs. 139–154 y Linsmeier, J. y Pearson, N. D., (2000), “Value at Risk”, *Financial Analysts Journal*, marzo–abril, págs. 47–67.

<sup>279</sup> Jorion, R., (1997), *Value at Risk. The new Benchmark of Controlling Derivates Risk*, Ed. Irwin, Chicago, pág. 86.

<sup>280</sup> Ambachtsheer, K. P. y Ezra, D. D., *op. cit.*, págs. 133 y 134.

de mercado financiero adverso. En la práctica, lo que hacen es calcular la desviación standard y se multiplica por dos, definiéndose ésta como la mayor pérdida esperada que resultaría de un evento que ocurriría no más de una vez en veinte años.

Gubta, Stubbs y Thambiah<sup>281</sup> publicaron recientemente un artículo en el que reflexionaban sobre el empleo del VAR para los FP. Por ejemplo, afirmaban que el VAR mide mejor la exposición al riesgo de mercado del Plan que la política de inversiones, sirve para atribuir del riesgo a las variaciones de la política de inversiones, del mercado o cambios de actitud del gestor. Finalmente, consideran que el VAR es también un buen indicador del riesgo real del Plan y del demandado por sus características. Partiendo de una muestra de 200 FP de Estados Unidos que integran PP de Prestación Definida, obtienen un VAR medio de 17%<sup>282</sup> con posiciones muy próximas entre FP de empresas del mismo sector y una no correlación entre el valor estimado del VAR y el rendimiento obtenido por el Fondo.

### **3.9.2.- Riesgo del promotor, partícipe y beneficiario de un Fondo de Pensiones**

---

<sup>281</sup> Gupta, F., Stubbs, E y Thambiah, Y., (2000), “U.S. Corporate Pension Plans”, The Journal of Portfolio Management, vol. 26, nº 4, págs. 65–72.

<sup>282</sup> Oscila entre el 9,5% y el 28%.

El riesgo principal que afecta al promotor, partícipe y beneficiario de un FP es el no alcanzar las prestaciones en la forma prevista<sup>283</sup>. El riesgo se diluirá de forma distinta en función de la modalidad de Plan de que se trate. Además, en el análisis de los riesgos que afectan a un FP debemos tener en cuenta que los FP precisan en su funcionamiento de la formación de una Comisión de Control del Fondo, en la que participan miembros de la Comisión de Control del Plan o Planes en él integrados. Como ya se expuso anteriormente, la Comisión de Control de un PP está compuesta por partícipes, beneficiarios y promotor, que formarán parte también de la Comisión de Control del FP.

Entre las labores que tiene asignadas la Comisión está la de definir la política de inversiones, es decir, decidir la combinación de activos en que se invertirá el patrimonio del Fondo. Esta política de inversiones será implantada por la Entidad Gestora. Por lo tanto, y a diferencia de lo que ocurre con los Fondos de Inversión Mobiliaria<sup>284</sup>, los partícipes, beneficiarios y promotores de un PP contribuyen activamente<sup>285</sup> en el diseño de la política de inversiones de un FP.

---

<sup>283</sup> Dada la amplitud del tema, analizaremos las implicaciones del régimen de aportaciones y prestaciones en la valoración del riesgo del partícipe, beneficiario y promotor en los Planes de Empleo en los apartados 6.3.1.– Presentación de datos y 6.3.2.– Contexto en el que se va a desarrollar la gestión.

<sup>284</sup> Esta valoración tiene un carácter general. En el Capítulo 4 volveremos con un análisis más detallado

<sup>285</sup> El grado de implicación o participación está vinculado al alcance de las actividades de la Comisión de Control del Fondo en la práctica. *Cfr.* apartados 2.3.– Personas que intervienen en un Plan de Pensiones y 3.2.– Comisión de Control de un Fondo de Pensiones: Composición y funciones.



Desde la perspectiva del partícipe y beneficiario de un PP de Aportación Definida<sup>286</sup>, como inversor de una institución que canaliza el ahorro con un horizonte temporal a largo plazo, los riesgos principales serán el de pérdida de su inversión, vía disminución del VUC y el de erosión monetaria como consecuencia del paso del tiempo, es decir, la inflación.

La medida habitualmente empleada para evaluar el riesgo de la pérdida de valor de una inversión es la volatilidad, es decir, la desviación típica de la rentabilidad que obtiene de la inversión durante un periodo de tiempo. Esta volatilidad sirve para indicar si la rentabilidad periódica fluctúa mucho o no respecto a una rentabilidad media.

El riesgo de pérdida de valor de la inversión que afecta al partícipe y al beneficiario en los PP de Aportación Definida, no se presenta de forma lineal en los Planes de Pensiones de Empleo, Individuales y Asociados. El riesgo de pérdida de la inversión también depende de la posibilidad que el partícipe tenga de movilizar los derechos consolidados. En los Planes de Empleo el trabajador no puede movilizar los derechos consolidados si considera que el riesgo de la política de inversiones no es el adecuado a su perfil. Sin embargo, en las otras dos modalidades el partícipe puede proceder a trasladar sus derechos económicos a otro u otros Planes que se integren en Fondos más coherentes con su perfil de

---

<sup>286</sup> Los PP de Aportación Definida son los más extendidos al tener cabida en los PP de Empleo, PP Asociados y PP Individuales.

riesgo. Es por ello que el riesgo de los partícipes en los Planes de Empleo es superior<sup>287</sup>.

La volatilidad se puede interpretar como una medida adecuado de la sensibilidad de la rentabilidad del FP ante cambios en el mercado, para lo cual se tomará la evolución del VUC. En la práctica, sin embargo, el partícipe y beneficiario no cuentan con la información necesaria para concluir el grado de riesgo del FP en el que se integran las aportaciones del Plan por la falta de información periódica diaria sobre la evolución del VUC del FP<sup>288</sup>. Lo más habitual hasta entonces era que el partícipe y beneficiario comparen trimestralmente la evolución de su VUC<sup>289</sup> con la información trimestral de Inverco sobre la situación del sector y la evolución del mercado.

Como resultado de ello, en la práctica, el partícipe y el beneficiario tienden a estimar en términos cualitativos el nivel de riesgo asumido atendiendo al porcentaje del patrimonio invertido en renta variable. De esta forma concluyen

---

<sup>287</sup> Para solventar este problema Inverco defiende la libertad del trabajador para elegir el FP o los FP a los que canalizar las aportaciones/contribuciones. En nuestra opinión esta propuesta no sería eficiente en la práctica dada la escasa formación económica y financiera del trabajador. Además se rompería el lazo de la relación laboral entre los partícipes y con el promotor. Sin embargo, teniendo en cuenta la ineficiencia del actual sistema la solución podría venir por destinar obligatoriamente un porcentaje, por ejemplo el 75%, de las aportaciones/contribuciones al Fondo del colectivo de trabajadores y el resto lo distribuya el trabajador conforme lo desee en otros Fondos. Otra propuesta podría consistir en permitir a los trabajadores cuya edad oscile en más de, por ejemplo, 15 años, a la edad media del colectivo de trabajadores abrirles la vía de invertir en otros FP, hasta que accedan a la jubilación o se aproximen ese intervalo de edades.

<sup>288</sup> En septiembre de 2000 los asociados de Inverco acordaron publicar mensualmente el Valor de la Unidad de Cuenta de los PP Individuales. Actualmente el 77% de los PP Individuales ofrecen esta información. Además, algunos diarios económicos informan del Valor de Unidad de Cuenta de algunos PP con carácter semanal.

<sup>289</sup> Esta información aparece en el informe que le envía la Entidad Gestora.

que, a mayor porcentaje de la renta variable en el patrimonio del Fondo, las expectativas de alcanzar rendimientos superiores son mayores pero con una mayor volatilidad, es decir, con un mayor riesgo tanto de pérdidas como de beneficios. Por lo tanto, una volatilidad alta indica un FP con un patrimonio formado por títulos más arriesgados. Corresponde al partícipe evaluar el nivel de riesgo que está dispuesto a asumir. No obstante, esta medida no es adecuada en tanto en cuanto la volatilidad de una inversión depende de otras variables además del porcentaje destinado a renta variable: correlación entre los títulos de la cartera, la calidad de la entidad emisora de la renta fija, el tamaño de la empresa en el caso de la renta variable, etcétera.

Por otro lado, en los PP de Aportación Definida es bastante habitual que el partícipe defina una “prestación objetivo”. Teniendo en cuenta esto sería más preciso acotar el riesgo a las características de la rentabilidad y volatilidad diferencial de las inversiones y la prestación.

El riesgo que asume el partícipe en los Planes de Aportación Definida se traslada al promotor para el caso de los PP de Prestación Definida de Empleo<sup>290</sup>. En esta modalidad de PP, como ya se expuso, el promotor garantiza una prestación previamente determinada. Es por ello que el promotor tiene que realizar contribuciones adicionales si en el periodo de acumulación de fondos la rentabilidad financiera es inferior a la prevista conforme a las hipótesis

---

<sup>290</sup> Esta afirmación debe entenderse en términos generales ya que las especificaciones del PP pueden establecer límites globales en las contribuciones, limitando el riesgo del promotor y, por lo tanto, obligando bien a reducir la cuantía de las prestaciones o incrementar las aportaciones. En los Planes Asociados la prestación la garantiza el partícipe, por lo tanto es éste el que asume el riesgo.

actuariales –invalidez, fallecimiento, tipos de interés técnico–, evolución salarial, y en general las variables consideradas en el equilibrio financiero–actuarial del Plan<sup>291</sup>. Por lo tanto, es el promotor el que en última instancia asume el riesgo de la inversión debido a que garantiza la prestación con independencia de la rentabilidad del Fondo. De forma similar a los PP de Aportación Definida, el riesgo del promotor vendrá más propiamente de la rentabilidad y volatilidad del diferencial entre la evolución de la prestación y del Fondo.

Otro riesgo que afecta al partícipe, beneficiario y promotor<sup>292</sup> es la inflación, es decir, la merma en el poder adquisitivo de la inversión realizada. Las prestaciones de un PP se devengan en el momento de la jubilación, invalidez y fallecimiento, es decir, en el largo plazo. Como resultado de ello, la rentabilidad del FP debe ser, además de atractiva, suficiente para mantener el poder adquisitivo de las aportaciones o, en su caso, de las prestaciones.

El riesgo de inflación, como se analizó en el apartado anterior, afecta con mayor intensidad a las prestaciones que tienen su origen en títulos de renta fija que a las que proceden de renta variable. Esto es debido a que en los primeros el valor de reembolso es normalmente el de suscripción, con la consiguiente pérdida de poder adquisitivo como resultado del paso del tiempo. En cambio, en los títulos de renta variable existen ganancias de capital.

---

<sup>291</sup> Las variables que tomar parte en la definición de las prestaciones de un PP de esta modalidad se analizarán en el apartado 6.3.1.3.– Régimen de prestaciones, aportaciones y distribución de los derechos consolidados, gráficamente en la Figura 6.9.– Modalidades de prestaciones en los Planes de Empleo de Prestación Definida y en el punto 6.3.2.4.– Variables particulares de los Planes de Empleo de Prestación Definida: la prestación definida.

En España la inflación ha estado aparejada a la evolución de los tipos de interés, lo que ha permitido el mantenimiento del poder adquisitivo de las prestaciones, si bien en este momento se están produciendo repuntes en la inflación en relación a otros países miembros de la Unión Europea que se están tratando de contener a través de diversas medidas de carácter económico<sup>293</sup>. A pesar de ello, no está de más tener en cuenta experiencias recientes vividas en otros países.

Por ejemplo, en Estados Unidos en 1979 y 1980 las Letras del Tesoro alcanzaron rentabilidades históricas del 10% y 11% con una inflación del 12% y 13%. Muchos inversores todavía recuerdan con añoranza aquéllos años en los acumulaban altos rendimientos nominales olvidando que su poder adquisitivo estaba disminuyendo debido a la caída del rendimiento real que incluye el efecto de la inflación.

Por lo tanto, los riesgos que afectan al partícipe y beneficiario como inversores de un FP son de signo contrapuesto, ya que el riesgo de la volatilidad

---

<sup>292</sup> En los Planes de Aportación Definida este riesgo afectará principalmente al partícipe y beneficiario, mientras que en los PP de Prestación Definida este riesgo lo soportará el promotor.

<sup>293</sup> Este es el origen del Real Decreto-Ley 3/2000, de 23 de junio, por el que se aprueban medidas fiscales urgentes para estímulo al ahorro familiar y a la pequeña y mediana empresa, BOE núm. 151, de 24 de junio, Real Decreto-Ley 4/2000, de 23 de junio, de Medidas Urgentes de liberalización en el Sector inmobiliario y transportes, BOE núm. 151, de 24 de junio, Real Decreto-Ley 5/2000, de 23 de junio, de medidas urgentes de contención del gasto farmacéutico público de racionalización del uso de medicamentos, BOE núm. 151, de 24 de junio y Real Decreto-Ley 6/2000, de 23 de junio, de medidas urgentes de intensificación de la competencia en mercados de bienes y servicios, BOE núm. 151, de 24 de junio.

promueve la inversión en renta fija mientras que la inflación afecta en menor medida a la renta variable.

En esta línea Gibson<sup>294</sup> concluye que, efectivamente, cualquier inversión está sometida a dos tipos de riesgos: la inflación y la volatilidad, aunque su protagonismo no siempre es el mismo. Es más, lejos de tener signo contrario se complementan, ya que la importancia de uno y otro varía en función del horizonte temporal de la inversión, es decir, del tiempo en el que se va a mantener viva la inversión. Para ilustrar este efecto el autor toma dos inversiones alternativas, una en renta fija, por ejemplo en Letras del Tesoro, y otra en renta variable como el caso de acciones de una gran empresa. Del análisis concluye:

	<b>Letras del Tesoro</b>	<b>Acciones de una empresa grande</b>
<b>Ventaja</b>	Estabilidad en el valor nominal	Ganancias de capital reales a largo plazo
<b>Desventaja</b>	Susceptible a la inflación	Volatilidad en los rendimientos

Fuente: Gibson, R. C., *op. cit.*, pág. 82.

Arnott y Bernstein<sup>295</sup>, Lee<sup>296</sup>, Siegel<sup>297</sup>, Thorley<sup>298</sup>, Gibson<sup>299</sup>, Hansson y Persson<sup>300</sup>, entre otros, afirman que el horizonte de la inversión es la variable

---

<sup>294</sup> Gibson, R. C., *op. cit.*, págs. 80–93.

<sup>295</sup> Arnott, R. D. y Bernstein P. L., (1990), “Defining and managing Pension Fund Risk”, AAVV *Pension Fund Investment management* (Dir. Fabozzi, R. J.), Ed. McGraw–Hill, Londres, págs. 38–51.

<sup>296</sup> Lee, W. Y., (1990), “Diversification an time. Do investment horizons matter?”, Journal of Portfolio Management, vol. 16, nº 3, primavera, págs. 21–26.

<sup>297</sup> Siegel, J. L., *op. cit.*, págs. 28–40.

<sup>298</sup> Thorley, S. R., (1995), “The time–diversification controversy”, Financial Analysts Journal, vol. 15, nº 3, mayo–junio, págs. 68–76.

clave en el equilibrio entre la renta variable y renta fija o, lo que es lo mismo, entre la importancia de la volatilidad o la inflación. Así, cuando el horizonte de la inversión es a corto plazo existe una mayor presencia del riesgo de volatilidad que de inflación, por lo tanto, la volatilidad de la renta variable es un enemigo en el corto plazo lo cual, a su vez, es la base de sus altos rendimientos esperados. En cambio, el riesgo de inflación a corto plazo no está presente. De esta forma, cuando el horizonte de la inversión es corto la cartera con menor riesgo de volatilidad y de inflación sería aquella invertida principalmente en renta fija. En cambio, cuando el horizonte temporal de la inversión es a largo plazo, como ocurre en el caso de los FP<sup>301</sup>, el riesgo de volatilidad afecta en menor medida siendo, más importante el efecto de la inflación. Es por ello que en este caso se proponen carteras con una fuerte presencia en renta variable.

Para finalizar con los riesgos que afectan al partícipe, beneficiario y promotor señalaremos la importancia que posee la Comisión de Control del Fondo, órgano encargado de definir los principios rectores de la política inversora del Fondo. Esta función tiene una gran trascendencia, y de su acierto depende en gran medida la consecución de las prestaciones definidas, por lo que, el partícipe y, en general, todos los miembros de la Comisión deberían tener el criterio y capacidad necesarias para desempeñarlas adecuadamente. Este término no aparece reflejado en la normativa que regula los PyFP, lo cual puede afectar al buen funcionamiento del Fondo. Como resultado de ello, en la práctica, la

---

<sup>299</sup> Gibson, R. C., *op. cit.*, págs. 83 y 87.

<sup>300</sup> Hansson, B. y Persson, M., (2000), “Time diversification and estimation risk”, Financial Analysts Journal, septiembre–octubre, págs. 55–62.

selección de inversiones que realiza el FP, de acuerdo con las normas de funcionamiento y las prescripciones administrativas aplicables sobre tal materia, será función de la Entidad Gestora con las limitaciones o en la forma definida por la Comisión de Control.

### 3.9.3.– Riesgo de la Entidad Gestora y Depositaria

El riesgo de la Entidad Gestora, en una primera instancia, es el riesgo de la cartera, es decir, el concepto tradicional de riesgo estudiado en la gestión de carteras<sup>302</sup>, con la particularidad de tener que hacer frente a unas deudas<sup>303</sup> en el futuro, estimadas en el equilibrio financiero-actuarial del PP.

No obstante, el esquema de funcionamiento de los PyFP deja claro que el riesgo de las inversiones del FP se diluye entre el partícipe, el beneficiario y el

---

<sup>301</sup> Este aspecto lo matizaremos para las diferentes modalidades de PP de Empleo en el apartado 6.2.1.– Horizonte temporal.

<sup>302</sup> Existe numerosa bibliografía al respecto, entre la que podemos citar por ejemplo:

- Alexander, G. J. y Sharpe, W. F., (1989), *Fundamentals of investments*, Ed. Prentice-Hall, Nueva Jersey.
- Cohen, J. B., Zinbarg, E. D. y Zeikel, A., (1989), *Investment analysis and portfolio management*, Ed Irwin, Chicago.
- Bodie, Z., Kane, A. y Marcus, A. J., (1995), *Investments* (3<sup>rd</sup> Edition), Ed. Irwin, Chicago.
- Elton, E. J. y Gruber, M. J., (1995), *Modern portfolio theory and investment analysis*, (5<sup>th</sup> Ed.), Ed. John Wiley & Sons, Nueva York.

<sup>303</sup> En los PP de Prestación Definida la prestación es la variable predeterminada, en función de la cual se estima la aportación. En la modalidad de Aportación Definida la variable predeterminada es la aportación en función de la cual el partícipe estima la prestación futura.



promotor, en función de que el Plan sea de Aportación Definida o de Prestación Definida<sup>304</sup>.

Por lo tanto, y teniendo en cuenta las funciones que les atribuye la regulación de PyFP a la Entidad Gestora y Depositaria, y la ausencia de formación financiera específica entre los miembros de la Comisión de Control de Fondo, el riesgo que asumen en la gestión de los FP son:

- Interpretar las necesidades del Plan o Planes integrados en el Fondo y traducirlas en términos financieros.
- Traducir la experiencia de los mercados financieros y de cada título en particular en términos de necesidades financieras.

En la medida en que una y otra labor no queden perfectamente definidas, o no sean percibidas de forma clara por la Comisión de Control del Fondo, las funciones de las dos Entidades serán más difusas y por lo tanto su riesgo y responsabilidad quedarán menos delimitadas.

En definitiva, el riesgo de la Entidad Gestora y Depositaria pasa por desarrollar de forma eficiente la labor de adecuar las demandas del Plan o Planes a las posibilidades que ofrecen los mercados financieros. En el desarrollo de esta labor será imprescindible, por lo tanto, que la Entidad Gestora y Depositaria

---

<sup>304</sup> Cfr. 3.9.2.- Riesgo del promotor, partícipe y beneficiario de un Fondo de Pensiones

cuenten con un equipo de profesionales de experiencia en mercados financieros y procedimientos actuariales<sup>305</sup>.

---

<sup>305</sup> En el Capítulo 6 planteamos este proceso para los FP Uniplan de Empleo.

## ANEXOS AL CAPÍTULO 3

### ANEXO 3.I: LEGISLACIÓN COMUNITARIA

España es miembro de la Unión Europea, en adelante UE, desde 1985 y por lo tanto le será de aplicación la legislación comunitaria. En lo referente al campo de los FP, la falta de un marco jurídico comunitario ha sido la nota dominante<sup>301</sup>, si bien desde 1995 se han publicado diversos trabajos en este ámbito desde la Comisión de las Comunidades Europeas, lo que nos induce a pensar que en breve se producirá un cambio de tendencia en este sentido.

---

<sup>301</sup> Esto ha sido considerado desde diferentes ámbitos como una laguna grave de la legislación europea, teniendo en cuenta que los activos en poder de los FP de los 15 Estados miembros representaban en 1997 el 23% del PIB de la Unión. A título comparativo, los activos de las Entidades Aseguradoras alcanzaban cerca del 35% del PIB de la Unión y se beneficiaban de un mercado interior que se fundamentaba en un treintena de actos reglamentarios o legislativos.

En este mismo sentido se han manifestado el Comité Económico y Social en el Dictamen del Comité Económico y Social CES 1403/97 sobre el *Libro Verde: Los sistemas complementarios de pensiones en el mercado único*, de 10 de diciembre y el Parlamento Europeo en la resolución A4-0400/98, de 3 de diciembre de 1998, sobre el Libro Verde de la Comisión: *Los sistemas complementarios de pensiones en el Mercado Único*, Diario Oficial de las Comunidades Europeas n° C 398/42, de 21 de diciembre. sobre el Libro Verde, apartado 3 de la resolución.

La primera propuesta de regulación comunitaria de los FP procede del desarrollo de los principios del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea<sup>302</sup> sobre la libertad de movimientos de capitales y la libre prestación de servicios y de establecimiento<sup>303</sup>.

La Directiva 80/987/CEE<sup>304</sup> sobre aproximación de las legislaciones de los Estados miembros relativas a la protección de los trabajadores asalariados fue la primera medida en este sentido, si bien su ámbito de aplicación se limitaba a los sistemas de previsión derivados de una relación laboral, es decir, de la empresa. Esta Directiva considera que son necesarias normas para la protección de los trabajadores en caso de insolvencia del empresario, especialmente para garantizar el pago de las prestaciones así como para el desarrollo económico y social equilibrado de la Comunidad<sup>305</sup>.

En 1991 la Comisión presentó una propuesta de Directiva relativa a la libertad de gestión e inversión de los fondos de los organismos de previsión para la

---

<sup>302</sup> Versiones consolidadas del Tratado de la Unión Europea y del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea Edición, de 1997, Ed. Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Luxemburgo.

<sup>303</sup> *Cfr.* Capítulo 4, 3 y 2 respectivamente de las Versiones consolidada del citado Tratado constitutivo de la Comunidad Europea.

<sup>304</sup> Directiva del Consejo (80/987/CEE), de 20 de octubre, sobre la aproximación de las legislaciones de los Estados miembros relativas a la protección de los trabajadores asalariados en el caso de insolvencia del empresario, publicado en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas, nº L 283/23, de 28 de octubre de 1980.

<sup>305</sup> Esta Directiva ha sido adaptada recientemente en España. Por un lado, la disposición adicional undécima y las disposiciones transitorias decimocuarta, decimoquinta y decimosexta de la Ley 30/95 configuran el régimen de instrumentación de compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios en España. Este contenido se ha desarrollado en el Real Decreto 1588/1999 por el que se aprueba el Reglamento de sobre la instrumentalización de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios.

jubilación, entre los que se encuentran los FP<sup>306</sup>. La propuesta tenía por objeto aclarar las condiciones bajo las cuales los Fondos de Pensiones podían prestar sus servicios en toda la Unión Europea. Se enumeraron unas disposiciones cuyo objetivo era superar los obstáculos a las inversiones transfronterizas de dichos Fondos y, de esa forma, fomentar la libre circulación de capitales.

La propuesta de Directiva tuvo que ser retirada debido a la heterogeneidad de estas instituciones en los distintos países<sup>307</sup> y a las divergencias observadas en relación a la congruencia de la moneda<sup>308</sup>. Sin embargo, en 1994 se acordó la publicación de una Comunicación 94/C 360/08<sup>309</sup> cuya finalidad era definir, a grandes rasgos, la estructura jurídica de la gestión e inversión de los Fondos de Pensiones<sup>310</sup> de los países miembros.

---

<sup>306</sup> Propuesta de Directiva del Consejo COM(91)0301 final relativa a la libertad de gestión e inversión de los fondos de los organismos de previsión para la jubilación, posteriormente publicada en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas, nº C 337/123, de 21 de diciembre de 1992.

<sup>307</sup> Posteriormente, en la Propuesta modificada de Directiva del Consejo COM(93)237 final relativa a la libertad de gestión e inversión de los fondos de organismos de previsión para la jubilación publicada en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas, Nº C 171/13 del 22 junio de 1993, en la que se matizaba su aplicación únicamente a los organismos de previsión complementaria para la jubilación y no a los organismos reglamentarios de la Seguridad Social.

Esta propuesta de Directiva fue retirada en diciembre de 1994 debido al estancamiento de las negociaciones con los Estados miembros en el seno de la Comisión.

<sup>308</sup> El principal problema era la disposición por la que se establecía que los fondos de pensiones ya sólo debían invertir un determinado porcentaje en su propia moneda. *Cfr.* Dictámen de Comité Económico y Social sobre la “Propuesta de Directiva relativa a la libertad de gestión e inversión de los fondos de organismos de previsión para la jubilación”, de 6 de julio de 1992.

<sup>309</sup> Comunicación de la Comisión 94/C 360/08 relativa a la libertad de gestión e inversión de los fondos de las instituciones de pensiones. Comunicación sobre un mercado interior de Fondos de Pensiones. Libertad de gestión e inversión de los fondos de instituciones de Pensiones, publicado en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas nº C 360/08, de 17 de diciembre de 1994.

<sup>310</sup> En este contexto se define “Institución de Pensiones” como “*una institución o fondo establecido independientemente de cualquier empresa participante o de otro tipo de organismo participante con el fin de financiar las prestaciones de jubilación complementarias, incluidas las previstas en la legislación sobre seguridad social, y que constituye reservas susceptibles de invertirse en activos*”.

El contenido de la Comunicación promovía, de un lado, la protección del partícipe al citar que “*los activos deberán invertirse en interés de los participantes y beneficiarios del sistema en forma apropiada a la naturaleza y duración de las obligaciones correspondientes, [...] teniendo en cuenta los requisitos de seguridad, calidad, liquidez y rentabilidad de la cartera de valores de la institución en su conjunto*”<sup>311</sup>.

En el contexto de las inversiones, la Comunicación fomentaba la libertad en la elección de los activos en moneda nacional o extranjera<sup>312</sup> que componen la cartera de un FP la diversificación de los activos de la misma, pero estima necesario también limitar la concentración de riesgos<sup>313</sup>.

La gestión de las inversiones acumuladas por las instituciones de pensiones autorizadas, así como el servicio de depósito de las mismas, las vincula al principio de libre prestación de servicios. En este sentido, defiende que una “institución de pensiones” pueda contratar estos servicios a un gestor o entidad, debidamente autorizado para realizar la citada actividad, en cualquier Estado miembro<sup>314</sup>.

---

Art. 2.1.1 de la Comunicación de la Comisión 94/C 360/08.

<sup>311</sup> Art. 2.4 apartado a) de la Comunicación 94/C 360/08.

<sup>312</sup> En este sentido se establece que “*durante una primera fase, los Estados miembros no podrán, en ningún caso, exigir que la institución de pensiones posea más del 60% de sus activos en monedas de compensación, tras tener en cuenta los efectos de los instrumentos de cobertura en divisas poseídos por la institución [...]*”. Art. 2.4.3 de la Comunicación 94/C 360/08.

<sup>313</sup> Art. 2.4.1, apartados b) y c) de la Comunicación 94/C 360/08.

<sup>314</sup> Art. 2.3.1, 2, 3 y 4 de la Comunicación 94/C360/08.

Esta Comunicación fue finalmente anulada en 1997, por una resolución del Tribunal de Justicia de las Comunidades, por entender que la Comisión se había excedido en sus competencias<sup>315</sup>.

No obstante, debemos tener en cuenta que, al tratarse de una Comunicación del Consejo, no es de obligado cumplimiento para los países miembros aunque, puede representar el esbozo de futuras normativas a respetar en el Mercado Europeo.

Desde 1995 se han publicado diversos estudios<sup>316</sup> entre los que destaca el Libro Verde<sup>317</sup> cuyo objeto fue fomentar el debate entre los Estados miembros sobre los aspectos de orden demográfico y económico y sobre el mercado único y el euro en la eficacia de los sistemas complementarios.

La consulta de la Comisión en torno al Libro Verde sobre los sistemas complementarios de pensiones en el mercado único recibió, aproximadamente,

---

<sup>315</sup> Mediante recurso presentado en la Secretaría del Tribunal de Justicia el 4 de marzo de 1995, la República Francesa solicitó la anulación de un acto adoptado por la Comisión (94/C 360/08). La resolución se hizo pública el 16 de enero de 1997. Sobre el contenido del recurso y la resolución ver: Resolución de 16 de enero de 1997 sobre el Recurso presentado en la Secretaría del Tribunal de Justicia el 4 de marzo de 1995 por la República Francesa, solicitando la anulación de un acto adoptado por la Comisión (94/C 360/08). Asunto núm. C-57/95, República Francesa contra la Comisión de las Comunidades Europeas, Recopilación de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia y del Tribunal de Primera Instancia. Parte I. Tribunal de Justicia, págs. I-1627-I-1652.

<sup>316</sup> Comunicación de la Comisión de las Comunidades Europeas COM(95) 466 final, *El futuro de la protección social: marco para un debate europeo*, del 31 de octubre y Comunicación de la Comisión de las Comunidades Europeas COM(97) 102 final, *Modernización y mejora de la protección social en la Unión Europea*, del 12 de marzo.

<sup>317</sup> Comunicación de la Comisión de las Comunidades Europeas COM(97) 283 final, *Libro Verde de la Comisión sobre los sistemas complementarios de pensiones en el mercado único*, del 10 de junio.

un centenar de respuestas. Además sirvió para poner de manifiesto la necesidad de alcanzar un amplio consenso entorno a la supresión de los obstáculos a la libre circulación, en el ámbito de los sistemas complementarios de pensiones. En lo referente a los FP, especialmente los vinculados con las relaciones laborales, la Comisión elaboró a finales de 1999 un documento<sup>318</sup> con unas propuestas que tienen su origen en los comentarios de los Estados miembros<sup>319</sup>, el Parlamento Europeo, el Comité Económico y Social, las organizaciones de consumidores, los sindicatos, el sector directamente afectado y todos los sectores de servicios financieros. El contenido de este trabajo giraba sobre tres ejes fundamentales:

1. Definir unas normas cautelares de aplicación a los FP compatibles con el mercado único y el euro.
2. Establecer unas medidas para facilitar la libre circulación de los trabajadores<sup>320</sup>.
3. Promover una mayor coordinación de los regímenes fiscales nacionales<sup>321</sup>.

---

<sup>318</sup> Comunicación de la Comisión: COM (1999) 134 final, *Hacia un mercado único de sistemas complementarios de pensiones. Resultados de la consulta en torno al Libro Verde sobre los Sistemas Complementarios de Pensiones en el Mercado Único*, de 11 de mayo de 1999.

<sup>319</sup> Las respuestas a este Libro Verde se han resumido en un documento de trabajo (CAB/62/98) que se puede consultar en la página de Internet <http://europa.eu.int/comm/dg15>

<sup>320</sup> Directiva 98/49/CE del Consejo, de 29 de junio de 1998, relativa a la protección de los derechos de pensión complementaria de los trabajadores por cuenta ajena y los trabajadores por cuenta propia que se desplazan dentro de la Comunidad, Diario Oficial de las Comunidades Europeas L 209/46, de 25 de julio, permite a los trabajadores destinados por su empresa en otro Estado miembro seguir afiliados al sistema complementario de pensiones del Estado miembro donde trabajaban con anterioridad. Todos los demás trabajadores que se trasladen por un tiempo limitado a otro Estado miembro carecen de esta opción. Éste es uno de los aspectos en los que está trabajando actualmente la Comisión.



En última instancia, este trabajo continúa en la línea del Libro Verde, es decir, reunir el consenso de los Países miembros a fin de emprender un marco jurídico comunitario que se materialice en una Directiva que garantice a los partícipes y beneficiarios una mayor seguridad, al exigir a los gestores de los FP que inviertan de manera prudente y diversificada, permitiéndoles aprovechar el mercado único y del euro para buscar los rendimientos más ventajosos.

En este mismo sentido, se manifiesta la Comisión con un informe sobre los Avances en los servicios financieros<sup>322</sup> y más concretamente en el área de los organismos para la previsión de la jubilación en la Propuesta de Directiva<sup>323</sup> de 11 de octubre de 2000. Los objetivos de la Propuesta de Directiva son:

- Garantizar un elevado nivel de protección de los beneficiarios.
- Asegurar la libre elección de administradores de activos.
- Garantizar la igualdad de trato a todas las instituciones que ofrecen prestaciones de pensión complementaria.

---

<sup>321</sup> Este último aspecto ha sido precisamente objeto de atención de la Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo y al Comité Económico y Social COM(2001) 214 final, sobre la eliminación de los obstáculos fiscales a las prestaciones por pensiones transfronterizas de los sistemas de empleo, de 19 de abril.

<sup>322</sup> *Cfr.* Informe COM(2000) 336 final de la Comisión, Avances en los Servicios financieros, de 30 de mayo, págs. 2, 3 y 4.

<sup>323</sup> En esta línea el 11 de octubre de 2000 se publicaron la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo COM(2000) 507final, relativa a las actividades de organismos de previsión para la jubilación, de 11 de octubre y la Comunicación COM(2000) 622final de la Comisión al Consejo, al Parlamento europeo y al Comité Económico y Social sobre la evolución futura de la protección social desde una perspectiva a largo plazo: pensiones seguras y viables, de 11 de octubre.

- Suprimir los obstáculos a las actividades transfronterizas.
- Asegurar una inversión financiera segura y eficaz.
- Crear un mercado único de servicios financieros y sistemas complementarios de pensiones.

La Propuesta de Directiva fue remitida al Comité Económico y Social para su valoración y el pasado mes de marzo hizo público el dictamen. En líneas generales, considera prioritaria la protección de los afiliados, la creación de un mercado único en el ámbito de los organismos de previsión para la jubilación y considera acertado remitir a un análisis posterior los aspectos fiscales de los organismos de previsión para la jubilación. De otro lado, también manifiesta ciertas dudas sobre la oportunidad de obligar a estos organismos a realizar como mínimo el 70% de las inversiones en su propia moneda, dada la inminente introducción del euro.

Coincidiendo con la Propuesta de Directiva anterior se publicó una Comunicación de la Comisión en la que se abordaban diversos temas entre ellos, los retos de los sistemas públicos de pensiones y medidas a considerar en los sistemas complementarios<sup>324</sup>. Algunos de estos aspectos, concretamente la elimina-

---

<sup>324</sup> Comunicación COM(2000) 622final de la Comisión al Consejo, al Parlamento europeo y al Comité Económico y Social sobre la evolución futura de la protección social desde una perspectiva a largo plazo: pensiones seguras y viables, de 11 de octubre.

ción de los obstáculos fiscales para las prestaciones por pensiones transfronterizas de los sistemas de empleo, han sido objeto de una Comunicación posterior.<sup>325</sup>

### **ANEXO 3.II: ADAPTACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES ESPAÑOLES AL EURO**

La adopción de la moneda única, y su implantación en los países que inicialmente cumplieron los criterios de convergencia, se hizo a través de un entramado jurídico que proporcionan dos Reglamentos comunitarios. El primero de ellos, el Reglamento 1103/97<sup>326</sup>, recoge las finalidades básicas del mismo, los principios sobre los que pivota el proceso de adaptación y las reglas de cuantificación y transformación de las distintas monedas nacionales a la moneda única. Junto a este Reglamento, se dictó otro posterior<sup>327</sup> que contiene aspectos básicos y necesarios para concretar, por un lado, la sustitución de las monedas de los Estados participantes en la tercera fase y, por otro, el conjunto de normas que regulan y ordenan el periodo transitorio comprendido entre el 1 de enero de 1999 y el 31 de diciembre del año 2001.

---

<sup>325</sup> Comunicación COM(2001) 214 final, de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo y al Comité Económico y Social, sobre la eliminación de los obstáculos fiscales de las prestaciones por pensiones transfronterizas de los sistemas de empleo, de 19 de abril.

<sup>326</sup> Reglamento (CE) N° 1103/97 del Consejo, de 17 de junio, sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro, Diario Oficial de las Comunidades Europeas, L 162/1, de 19 de junio.

<sup>327</sup> Reglamento (CE) N° 974/98 del Consejo, de 3 de mayo, sobre la introducción del euro, Diario Oficial de las Comunidades Europeas, L 139/1, de 11 de mayo.

La Ley 46/1998, sobre la introducción del euro<sup>328</sup> fue el primer instrumento que facilitaba este proceso en España. En lo que respecta a los PyFP, el artículo 20 de esta Ley establecía un periodo transitorio<sup>329</sup> –del 1 de enero de 1999 al 31 de diciembre del año 2001– para que las Entidades Gestoras de los FP que hubieran adoptado el euro como unidad de cuenta para que faciliten a las Comisiones de Control la información exigida por la legislación vigente en euros.

Continuando en ese proceso, el Real Decreto 2812/1998<sup>330</sup>, sobre la adaptación de la normativa de Seguros, Planes y Fondos de Pensiones a la introducción del euro venía a complementar el contenido general de la normativa anterior. Varios los aspectos que son objeto de regulación.

Por un lado, y siguiendo un desarrollo coherente con la Ley 46/1998<sup>331</sup>, la sustitución de la peseta por el euro, así como todas las operaciones que este proceso conllevara serán gratuitas, sin que pueda suponer el cobro de gastos, comisiones, etcétera. En este sentido, los PP y los FP se asimilarán a consumidores respecto de la Entidad Gestora y Depositaria<sup>332</sup>.

Además, *“los gastos resultado de la introducción del euro se imputarán en las cuentas periódicas de pérdidas y ganancias del ejercicio en el que se devenguen, sin perjuicio de que deban dotarse las correspondientes provisiones*

---

<sup>328</sup> BOE núm. 302, de 18 de diciembre.

<sup>329</sup> Art. 12 de la Ley 46/1998.

<sup>330</sup> BOE núm. 307, de 24 de diciembre.

<sup>331</sup> Art. 9.

<sup>332</sup> Art. 1 del Real Decreto 2812/1998.

*para riesgos y gastos cuando dichos gastos están claramente especificados en cuanto a su naturaleza en la fecha de cierre del ejercicio, pero indeterminado en cuanto a su importe exacto o fecha en que se producirán*<sup>333</sup>. La documentación estadístico–contable trimestral, anual y consolidada<sup>334</sup> se deberá, igualmente, expresar en la misma unidad de cuenta en que se definan las cuentas anuales<sup>335</sup>.

La introducción del euro es un proceso dinámico que afecta a los mercados de valores, y por lo tanto, a la gestión e inversión de los FP, a través de:

- La disminución de los costes de transacción. Se estima un ahorro del 1% del PIB comunitario.
- La mayor transparencia de precios en el ámbito de la Unión Europea y la consiguiente presión a la baja de los precios.
- La mayor integración y liquidez de los mercados financieros por la desaparición de las distintas monedas.
- La presentación del euro como una de las principales monedas de los mercados internacionales de divisas, lo que reducirá la vulnerabilidad de la zona UEM a las fluctuaciones del tipo de cambio y fortalecerá el poder de negociación de la Unión Europea en los foros internacionales.

---

<sup>333</sup> Art. 9.1 del Real Decreto 2812/1998.

<sup>334</sup> Orden de 12 de marzo de 1996 por la que se aprueba el sistema de información estadístico–contable de las Entidades Gestoras de Fondos de Pensiones, BOE núm. 69, de 20 de marzo.

El proceso de introducción del euro, con un mercado más abierto y más competitivo, genera nuevas oportunidades de inversión así como una mayor exigencia del ahorrador, esto es, de los partícipes de los FP en la asignación eficiente, segura y rentable de los recursos. En este sentido, las Entidades Gestoras de los FP deberán adoptar posiciones estratégicas que permitan abordar los continuos cambios del entorno en todos los ámbitos, por ejemplo, a través de la adaptación de la composición de las carteras<sup>336</sup>, de la administración de las mismas. Los elementos que conforman la evolución de las inversiones de los FP en este nuevo contexto estarían definidos<sup>337</sup>, además de los ya citados, por los nuevos procesos de innovación financiera y desregularización que intensifican las tendencias a la desintermediación, el incremento en la demanda de nuevos mecanismos y fórmulas que ofrezcan una adecuada combinación seguridad–rentabilidad que valore la calidad del emisor, la aparición y desarrollo de nuevos instrumentos y oportunidades de inversión<sup>338</sup>, así como por la gestión cada vez más profesionalizada e internacionalizada.

Además la introducción del euro provendrá la adaptación de la política de comercialización y de asesoramiento y servicios prestados a los partícipes. Este planteamiento hace especialmente factible la fusión de Entidades Gestoras de FP,

---

<sup>335</sup> Art. 8 del Real Decreto 2812/1998.

<sup>336</sup> Aspecto este que es patente en la evolución de las inversiones de los FP. *Cfr.* Figura 3.12. Inversiones en renta fija y en renta variable de los Fondos de Pensiones en el periodo 1993-1999.

<sup>337</sup> García de Quevedo, J. C. y Plaza Salazar, J. R., (1999), “Los regímenes privados de previsión social en el contexto de la Unión Europea”, Boletín Económico de Información Comercial Española, nº 2629, del 27 de septiembre al 3 de octubre, pág. 46.

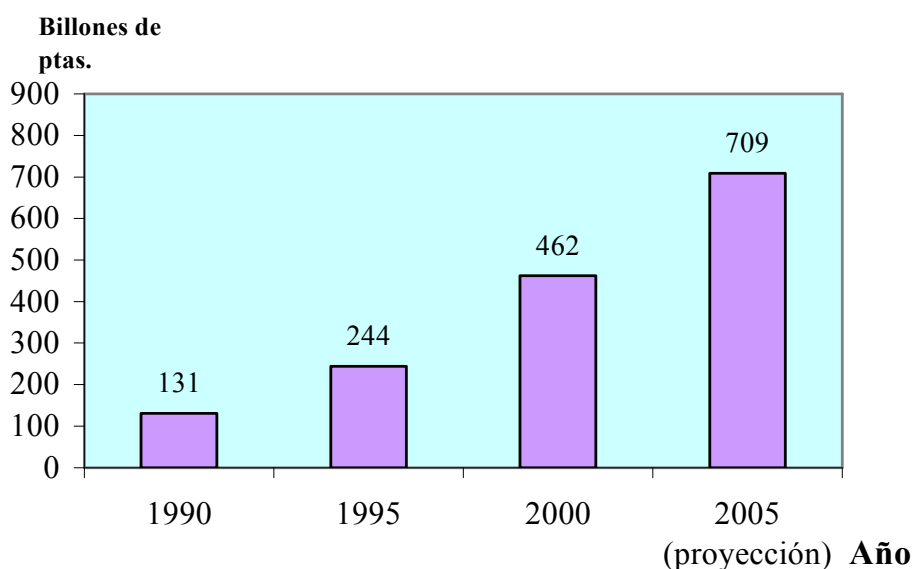
<sup>338</sup> Titulización, *Strips* de Deuda Pública, Capital–Riesgo, Derivados para la cobertura del riesgo, Fondos de Titulización y Entidades Gestoras de las mismas, depósitos estructurados, etcétera.

al objeto de poder adecuar y ajustar sus ofertas y mantener y actuar en un mercado más transparente y con mayor competencia.

### **ANEXO 3.III: Evolución de los Fondos de Pensiones a nivel Europeo**

En los gráficos siguientes<sup>339</sup> se ilustra la evolución del volumen de activos de los FP en Europa y la distribución los fondos acumulados por países.

***Figura 3.22.– Evolución de los activos de los Fondos de Pensiones en Europa***

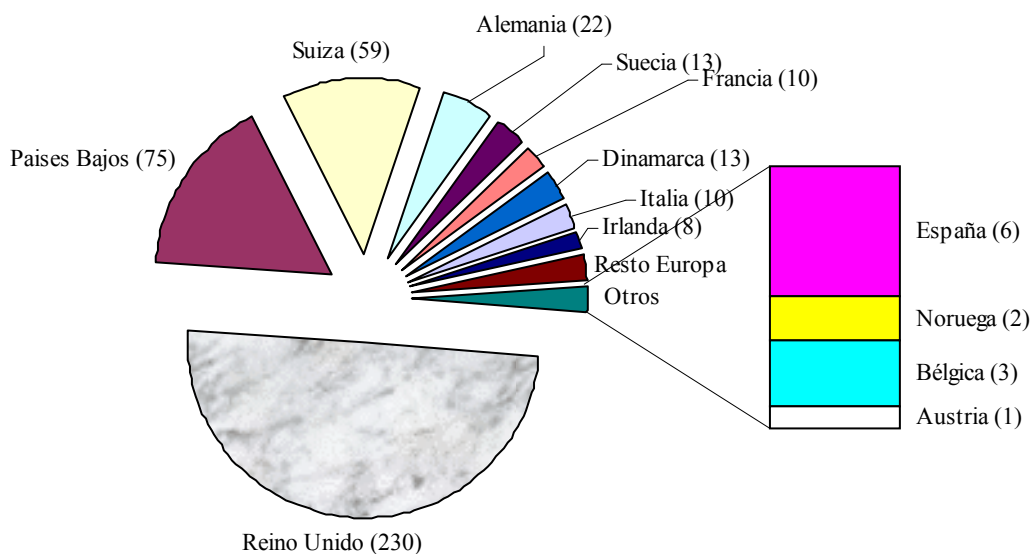


---

<sup>339</sup> Los datos para la elaboración de estos gráficos se han obtenido de la la página web de Inverco: <http://fondosweb/inverco/publica/euro.html>, facilitados la International Security Consultans – INTERSEC– cuya página web es <http://www.usinter.net/intersec/e.html>

Fuente. Elaboración propia a partir de los datos de Inverco e Intersec.

**Figura 3.23.– Distribución de los activos de los Fondos de Pensiones entre los países Europeos en el 2000**



Nota: Entre paréntesis aparece el volumen de activos en billones de ptas.

Fuente. Elaboración propia a partir de los datos de Inverco e Intersec.

En estos gráficos se constata en Europa la tendencia creciente en el patrimonio acumulado por los FP<sup>340</sup> observándose, asimismo, que la mayor parte de

<sup>340</sup> Para un estudio más detallado de la regulación, régimen fiscal, rentabilidad y composición de la cartera de los FP en países desarrollados y en vías de desarrollo se puede consultar:

- Blake, D., (1995), *Pension schemes and Pension Funds in the United Kingdom*, Ed. Oxford University Press, Oxford.
- Davis, E. P., (1995), *op. cit.*
- Féron, G., (1997), *Le système de retraite américain. Les Fonds de Pension*, Ed. Montchretien, París.
- Harrison, D., (1997), *Pension Provision and Fund Management in Europe*, Ed. Pearson Professional Limited, Londres.
- OCDE, (1997), *Institutional Investors. Statistical Yearbook*, Ed. OCDE, Francia. Página web: <http://www.oecd.org/daf/fin/instchart.html>



los mismos se concentran en Reino Unido y los Países Bajos, quedando todavía España bastante detrás a pesar de que la evolución en nuestro país está siendo favorable.

- 
- Turner J. y Watanabe, N., (1995), *Private Pension Policies in Industrialized Countries: A comparative analysis*, Ed. Institute for Employment Research, Michigan.
  - Valdés-Prieto, S., (Ed.), (1997), *The Economics of Pensions. Principles, Policies and International Experience*, Ed. Cambridge University Press, Cambridge.
  - Hindocha, D., (1997), “Pension Fund investment in Europe”, Benefits & Compensation International, julio-agosto, págs. 29–33.
  - Boldrin, M., Dolado, J. J., Jimeno, J. J. y Peracchi, F., (1999), “The future of pensions in Europe”, Economic Policy, vol. 29, octubre, págs. 289–322.
  - Miles, D. y Timmermann, A., (1999), “Risk sharing and transition costs in the reform of pension systems in Europe”, Economic Policy, vol. 29, octubre, págs. 253–288.
  - Scobie, H. C., Persaud, S. y Cagliese, G., (1999), *Pension fund management within the EU*, Ed. Risk, Londres.
  - (1999), *European Pension Fund Managers Guide. Volume II—Profiles. 1999–2000*, Ed. William M. Mercer, Nueva York.
  - (1999), *European Pension Fund Managers Guide. Volume I— The Marketplace. 1999*. Ed. William M. Mercer, Nueva York.