

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 4

**GESTIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES (I): ASPECTOS
COMUNES Y DIFERENCIALES CON LOS FONDOS DE
INVERSIÓN MOBILIARIA**

(c) Rosa María Ahumada, 2002

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

CAPÍTULO 4

GESTIÓN DE FONDOS DE PENSIONES (I): ASPECTOS COMUNES Y DIFERENCIALES CON LOS FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA

4.1.– Introducción

Los Fondos de Inversión Mobiliaria y los Fondos de Pensiones son instituciones de reciente regulación en España. Las Instituciones de Inversión Colectiva¹, dentro de las cuales se encuadran los Fondos de Inversión Mobiliaria, se regularon definitivamente en 1984², y son supervisadas por el Ministerio de Economía³. Por su lado, los Planes y Fondos de Pensiones surgen en 1987⁴ y son

¹ Sobre la evolución de las Instituciones de Inversión colectiva en general y los Fondos de Inversión Mobiliarios, *Cfr.* Blanco Mendialdua, A., (1999), *op. cit.*, págs. 54–73

² Ley 46/1984, de 26 de diciembre.

³ Con el fin de agilizar los procesos de constitución y comercialización de nuevos Fondos de Inversión, desde el 1 de Enero de 1997, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en adelante CNMV, pasó a ser el único interlocutor con los promotores o gestores de Sociedades y Fondos de Inversión. Por lo tanto, desde esa fecha, la documentación necesaria para obtener la autorización del proyecto de constitución de nuevas instituciones de inversión colectiva o de modificaciones debe

competencia directa de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, órgano dependiente también del Ministerio de Economía.

Hasta llegar a una ordenación definitiva de los dos tipos de Fondos, se intentó promulgar una normativa conjunta, ya que unos y otros carecían, por entonces, de regulación en España y, además, parecían responder a unas pautas comunes de funcionamiento. La muestra más relevante en este sentido se encuentra en el ya citado anteriormente Proyecto de Ley de Instituciones de Inversión Colectiva de 1982⁵. Sin embargo, el contenido de este Proyecto de Ley no prosperó debido, entre otras causas, a que un análisis más exhaustivo de ambos tipos de instituciones evidenciaba importantes diferencias que hacían necesaria una regulación específica para cada una de ellas.

En este camino se dio prioridad a los Fondos de Inversión, dentro de los cuales se encuentran los Fondos de Inversión Mobiliaria, cuya regulación y experiencia fue posteriormente valorada y, en algunos casos, adaptada, en la ordenación de los PyFP, tal como señalaremos seguidamente.

Los Fondos de Inversión Mobiliaria son definidos por Morales Arce⁶

presentarse y tramitarse directamente ante la CNMV. La tramitación de la autorización, no obstante, debe realizarse en el Ministerio de Economía.

⁴ Ley 8/1987, de 8 de junio de 1987.

⁵ Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados, I Legislatura, Serie A: Proyectos de Ley, Instituciones de Inversión Colectiva, de 26 de abril de 1982, núm. 263–I.

⁶ Morales Arce, R., (1993), “Las nuevas formas de invertir desde la perspectiva personal: Los Fondos de Inversión”, Actualidad Financiera, nº 10, semana de 8–14 de marzo, pág. T–59.

como “patrimonios pertenecientes a una pluralidad de individuos, cuyo derecho de propiedad se representa mediante un certificado de participación, que se administran por una Sociedad Gestora a quien se le atribuyen las facultades de dominio pero sin ser propietaria del Fondo; que opera con el concurso de un depositario, y que se constituye con el exclusivo objeto de la tenencia y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros”.

Por lo tanto, el concepto básico de los Fondos de Inversión nos dice que son un patrimonio común perteneciente a un conjunto de inversores llamados partícipes. Este patrimonio es administrado y gestionado por una Sociedad Gestora, que junto a la Entidad Depositaria, encargada de custodiar los valores, ejerce funciones de vigilancia y garantía ante los partícipes. Los rendimientos obtenidos en la gestión del patrimonio, se repartirán entre los partícipes proporcionalmente.

Tal como afirman Azcoitia y Borque⁷, su ventaja principal reside en la liquidez y flexibilidad que ofrecen aunque el partícipe no puede hacer valer ningún derecho de voto, ni influir en la política de gestión del Fondo de Inversión.

Teniendo en cuenta los antecedentes que presidieron la definitiva

⁷ Azcoitia, G. y Borque, J., (1991), “La actitud del ahorrador particular frente a las distintas opciones de inversión colectiva”, Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero, nº 35, pág. 10.

regulación de los dos tipos de Fondos y la experiencia más dilatada de los Fondos de Inversión Mobiliaria en España, cabe esperar que la gestión de unos y otros esté presidida por algunas variables comunes. No obstante, la especificidad del ahorro canalizado a través de los FP debería promover en otros aspectos una gestión diferencial. Este análisis se presenta a continuación. En los siguientes capítulos ahondaremos en el alcance de esas variables diferenciales, para cada una de las modalidades de PP, al objeto de proponer las directrices que deberían seguirse en la gestión de FP para la modalidad de PP, que en nuestra opinión, se define por unas características más particulares o específicas y por ende más diferenciales de los Fondos de Inversión Mobiliaria⁸.

4.2.– Aspectos comunes en la gestión de Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Pensiones

En este apartado procederemos al análisis de los aspectos que afectan de igual forma a la gestión los FP y Fondos de Inversión Mobiliaria, en adelante FIM.

⁸ En nuestro análisis nos detendremos en el estudio de los Fondos de Inversión Mobiliarios, dejando al margen aquéllos de reciente regulación en España como son los Fondos de Inversión Mobiliaria de Fondos, los Fondos de Inversión Mobiliaria Principales, los Fondos de Inversión Mobiliaria Subordinados, los Fondos de Inversión Mobiliaria Especializados en Valores No Negociados y los Fondos de Inversión Mobiliaria Índice.

4.2.1.– Volumen de patrimonio acumulado y las posibilidades de diversificación

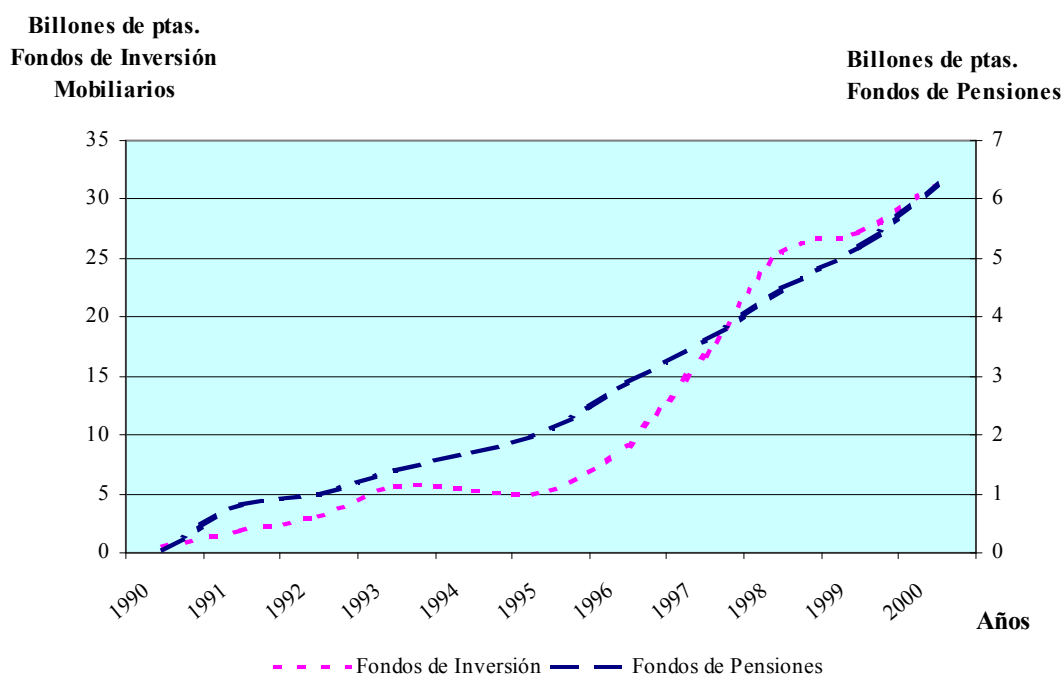
La primera característica común que preside la gestión de los FIM y los FP en España es el importante volumen de patrimonio que acumulan estas instituciones, a pesar de lo cual es notoria la supremacía de los Fondos de Inversión⁹. Esto les va a permitir acceder a una mayor variedad de títulos y mercados, tanto nacionales como internacionales, así como a formar carteras más diversificadas.

En la Figura 4.1 se ilustra la evolución en el patrimonio acumulado por ambos tipos de Fondos desde 1989 hasta el 2000, según datos de Inverco¹⁰ y la DGSEF.

Figura 4.1: Evolución del patrimonio acumulado por los Fondos de Pensiones y los Fondos de Inversión Mobiliarios

⁹ Los FP atraían a finales del 2000, según Inverco, el 4,2% el ahorro familiar mientras que las Instituciones de Inversión Colectiva, entre los que se encuentran los FIM retenían el 14,9%.

¹⁰ En esta ocasión hemos tomado la información de la página web de Inverco: <http://fondosweb.tsai.es/fondosweb/INVERCO>, por recoger información más actualizada.



* Los datos del 2000 corresponden al 31 de diciembre y son de Inverco.

Fuente: Elaboración propia.

A medida que se incrementa el patrimonio de los Fondos es más factible que aumente la tipología de títulos financieros que integren la cartera. Esto es así porque la gestión del patrimonio de ambos tipos de Fondos está encomendada por Ley a una Entidad Gestora que ejerce su labor de forma profesional, sobre sólidos conocimientos y, en el caso que nos ocupa, sobre los beneficiosos efectos de la diversificación. De esta forma, la cartera de los Fondos está formada por títulos con una volatilidad y rendimiento particulares. Sin embargo, si la cartera está diversificada, el rendimiento del Fondo será la media ponderada de los

rendimientos de los títulos¹¹ que lo integran, mientras que la volatilidad será menor que la media ponderada de la correspondiente a los títulos de la cartera. Esto último es debido a la no perfecta correlación¹² entre las inversiones, es decir, a la diversificación y la consiguiente compensación de los efectos de unos títulos con los de otros.

Por otro lado, la integración de cantidades adicionales, bien vía suscripción o por aportaciones o contribuciones, facilita el acceso de estos Fondos a mercados internacionales e incluso a mercados de instrumentos financieros derivados. De esta forma, la oferta de títulos a la que tiene acceso el Fondo se ve incrementada, con el consiguiente efecto de diversificación sobre la cartera.

Además, la diversificación de los títulos que componen la cartera de estos Fondos se enmarca en un contexto más amplio debido a que unos y otros deberán tener en cuenta, en el proceso de constitución de sus carteras, unas limitaciones generales y específicas a la inversión que se analizan seguidamente.

4.2.2.– Restricciones a la inversión y a la concentración de riesgos

¹¹ La rentabilidad de un Fondo de Pensiones se puede calcular, como ya se expuso en el capítulo 3, a través del VUC. Para los Fondos de Inversión la rentabilidad se puede calcular a partir de los rendimientos obtenidos por los títulos que integran la cartera o bien a partir de la evolución del Valor Liquidativo. Sobre esto último *Cfr.* Blanco Mendialdua, A., (1999), *op. cit.*, págs. 172–181.

¹² Correlación perfecta positiva entre las inversiones, es decir, igual a 1.

La normativa que regula estas dos modalidades de Fondos intuyó desde su origen el importante volumen de patrimonio que iban a acumular así como la procedencia más habitual de las mismas: los pequeños ahorradores. Es por ello que, en ambos casos, se definieron una serie de pautas en cuanto al tipo de activos que podían formar la cartera, así como las cantidades relativas máximas a invertir en determinados tipos de títulos, al objeto de controlar el riesgo de las inversiones de los Fondos y mantener su seguridad.

Presentadas estas restricciones para los FP en el capítulo 3¹³, procederemos seguidamente con el análisis de aquéllas que afectan a los FIM¹⁴, al objeto de concluir el grado de identidad existente en este sentido para las dos modalidades de Fondos.

A diferencia de un FP, un FIM deberá reunir un patrimonio mínimo¹⁵ para poder operar en el mercado. Para alcanzar ese patrimonio mínimo tiene un plazo

¹³ *Cfr.* Apartados 3.5.2.– Composición de la cartera de inversiones de un Fondo de Pensiones y 3.5.3.– Limitaciones a la inversión y en otras operaciones de carácter financiero de los Fondos de Pensiones.

¹⁴ Las restricciones a la inversión, entre otros aspectos, han sido objeto de algunas variaciones recientemente en el Real Decreto 91/2001, de 2 de febrero, por el que se 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.

¹⁵ El patrimonio mínimo para los FIM es de 500 millones de pesetas. Con el Real Decreto 91/2001, se posibilita que los FIM se constituyan con un patrimonio inferior que, en su caso, deberá ser superior a 300.000 euros, con la condición de que en un plazo máximo de 6 meses, contados a partir de la inscripción en el Registro de la CNMV, alcancen el patrimonio mínimo.

máximo de un año¹⁶.

La forma de captar recursos es a través de una oferta pública de participaciones. Mientras se va formando el patrimonio, los recursos son custodiados por la Entidad Depositaria y, si es el caso, son invertirlos en Deuda del Estado o de las Comunidades Autónomas, en depósitos o en cuentas a plazo a la vista.

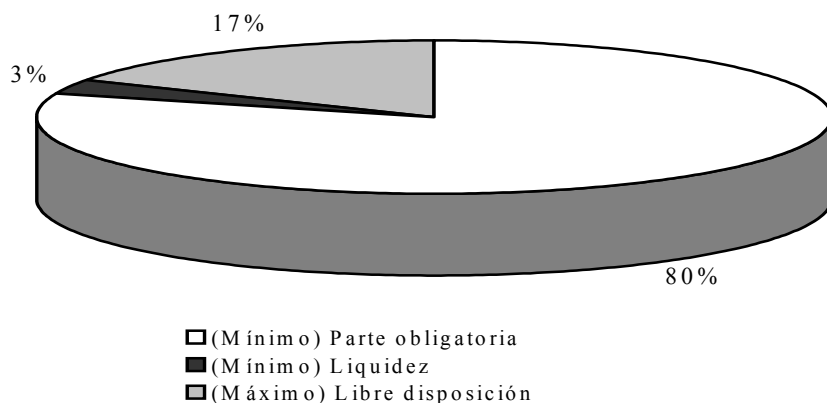
Al igual que se definió para los FP, la cartera de inversiones de un FIM deberá tener en cuenta unos coeficientes de inversión¹⁷. Así, de forma similar, el activo de los FIM debe estar invertido en tres partes¹⁸: una obligatoria, una de liquidez y otra de libre disposición, tal y como se ilustra en la Figura 4.2.

¹⁶ Si no se ha llegado al patrimonio mínimo en el plazo indicado, el Fondo debería disolverse y liquidarse.

¹⁷ Los coeficientes obligatorios y límites a la inversión se establecen en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, art. 4: Normas generales sobre las inversiones; y en el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, BOE núm. 275, de 16 de noviembre. Por su lado, en el Real Decreto 1094/1997, de 4 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica en lo referente a las condiciones de la inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva en valores no cotizados, BOE núm. 172, de 19 de julio, se permite a las Instituciones de Inversión Colectiva invertir en valores no cotizados.

¹⁸ Art. 17 del Real Decreto 1393/1990, modificado por el Real Decreto 91/2001.

Figura 4.2.– Composición del patrimonio de un Fondo de Inversión Mobiliaria



Fuente: Elaboración propia.

En lo referente a la parte obligatoria, al menos el 80% de su activo tiene que estar invertido en¹⁹:

- Valores e instrumentos financieros admitidos a negociación en Bolsas de Valores, cualquiera que sea el Estado en que se encuentren radicadas o en otros mercados o sistemas organizados de negociación ubicados en un Estado Miembro de la OCDE²⁰.
- Instrumentos financieros negociados en mercados organizados de derivados radicados en estados miembros de la OCDE, de acuerdo con

¹⁹ El Ministerio de Economía podrá, previa información pública, resolver la exclusión de uno o varios mercados, valores o instrumentos de los que se detallan.

²⁰ En ambos casos será necesario que se trate de mercados con funcionamiento regular, supervisados por la autoridad del Estado en que tenga su sede y que dispongan de reglas de

los requisitos, límites y condiciones²¹.

- Otros valores e instrumentos financieros negociados en mercados o sistemas de negociación distintos, previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Otros instrumentos financieros derivados, dentro de los límites, requisitos y condiciones que defina el Ministerio de Economía.

Además, a los FIM se les exige un coeficiente de liquidez mínimo del 3%. Este límite se calculará sobre el promedio mensual de los diarios de activo, y se tiene que materializar en efectivo, depósitos o cuentas a la vista en la Entidad Depositaria o en otra Entidad de Crédito si el Depositario no tiene esta consideración o en compraventas de Deuda Pública con pacto de recompra a un día de valores de Deuda Pública²².

El resto del activo, de libre disposición, se puede invertir, además de en los valores anteriormente mencionados, en títulos financieros a corto plazo que gocen de una elevada liquidez.

La Figura 4.2 guarda cierta similitud con la que presentamos en el análisis

funcionamiento, transparencia, acceso y admisión a negociación similares a las españolas en los mercados secundarios oficiales.

²¹ Establecidos por el Ministerio de Economía y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

²² Orden de 30 de julio de 1992 sobre la precisión de las funciones y obligaciones de los depositarios, estados de posición y participaciones significativas en Instituciones de Inversión Colectiva, BOE núm. 221, de 14 de septiembre, art. 7.

de la composición de la cartera de los FP²³. El grueso más importante de la cartera de un FIM se integra igualmente por activos financieros negociados en mercados organizados, reconocidos oficialmente y de funcionamiento regular.

Cumplidos los anteriores requisitos, y según el porcentaje invertido en renta fija y renta variable, los FIM podrán ser de cuatro tipos²⁴, tal como se ilustra en el Figura 4.3.

Figura 4.3.– Tipos de Fondos de Inversión Mobiliaria según la composición de su patrimonio

	<i>% del activo invertido en títulos de Renta Fija</i>	<i>% del activo invertido en títulos de Renta Variable</i>
<i>FIM de Renta Fija</i>	100%	—
FIM mixto de Renta Fija	Entre el 75% y el 100%	Menos del 25%
FIM mixto de Renta Variable	Entre el 30% y el 75%	Entre el 25% y el 70%
FIM de Renta Variable	Menos del 30%	Más del 70%

Fuente: Elaboración propia a partir de López Pascual, J., (1999), *Los Fondos de Inversión: 100 preguntas clave y sus respuestas*, (3ª Ed.), Ed. Dykinson, Madrid, págs. 118 y 119.

Este es uno de los aspectos en los que, en nuestra opinión, se observa la influencia de los FIM sobre los FP. Si comparamos la Figura 4.3 con la Figura

²³ *Cfr.* Apartado 3.5.2.– Composición de la cartera de inversiones de un Fondo de Pensiones y la Figura 3.10.– Composición de las carteras de inversiones de un Fondo de Pensiones.

²⁴ Recientemente Inverco ha ampliado la clasificación de los FIM a quince categorías que se han incorporado en los rankings de FIM debido al interés creciente por los activos internacionales. Son los FIM Internacionales, FIM Mixtos Internacionales, FIM Renta Variable Internacional y FIM Renta

3.13 podemos observar cómo ambas clasificaciones siguen el mismo esquema e incluso la misma denominación. Tan solo destacar que la clasificación de los FP es más detallada –distingue cinco modalidades– en relación a la de los Fondos de Inversión Mobiliaria –con cuatro modalidades–.

La composición del patrimonio de los FIM se define además por una serie de limitaciones o restricciones a la concentración de riesgos que guardan también cierta afinidad con las establecidas para los FP²⁵. A continuación pasaremos a exponer aquéllas de carácter general o que afectan a cualquier valor para, posteriormente, detenernos en las relativas a uno en concreto²⁶.

Las limitaciones generales, es decir, las definidas para cualquier tipo de Fondo de Inversión²⁷ se pasan a analizar seguidamente.

En primer lugar, no podrán destinar más del 5% de su activo a valores emitidos por otras Instituciones de Inversión Colectiva, en adelante IIC. Además, no podrán adquirir en acciones de Sociedades de Inversión Mobiliaria

Variable Euro. Para más detalle sobre los criterios generales y particulares que subyacen de esta clasificación *Cfr.* Página web de Inverco: <http://www.inverco.es/publica/comestdef.htm>.

²⁵ *Cfr.* Apartado 3.5.2.– Composición de la cartera de un Fondo de Pensiones.

²⁶ Para un análisis más detallado del contenido y finalidad de cada una de las limitaciones generales a la inversión del patrimonio de los Fondos de Inversión *Cfr.* Blanco Mendiáldua, A., (1997), *op. cit.*, págs. 154–162.

²⁷ Además deberán considerarse para los Fondos de Inversión Mobiliarios de Fondos, Fondos de Inversión Mobiliaria Principales, Fondos de Inversión Mobiliarios Subordinados, Fondos de Inversión Mobiliarios especializados en valores no negociables y los Fondos de Inversión Mobiliarios Índice, las excepciones contempladas en los art. 52 bis, 52 ter, 52 quáter, 52 quinto, y art. 4.2.d del Real Decreto 91/2001.

pertenecientes al mismo grupo que la institución de inversión o adquirir participaciones de un Fondo cuya Entidad Gestora pertenezca a dicho grupo²⁸.

Adicionalmente, en la formación del patrimonio de un FIM deberá tenerse en cuenta que:

- a) No podrán tener invertido más del 5% en valores emitidos o avalados por una misma Entidad. Este límite se amplía al 10% cuando el total de las inversiones que superen el 5% no excedan del 40% de activo del Fondo²⁹.
- b) No podrán tener invertido en valores emitidos o avalados por Entidades pertenecientes a un mismo Grupo más del 15% del activo del Fondo³⁰.
- c) La inversión en valores emitidos o avalados por una misma Entidad no podrá superar el 5% –del valor nominal– de los valores en circulación de

²⁸ Según la CNMV, este límite se entiende aplicable a títulos emitidos por otras Instituciones de Inversión Colectiva españolas. Para el caso de la inversión en títulos emitidos por Instituciones de Inversión Colectivas extranjeras no se debe aplicar este tope, sino los generales que afectan a cualquier activo apto.

Cfr. Carta Circular 1/1997 de la CNMV, de 26 de febrero, sobre la inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva españolas en acciones o participaciones emitidas por otras Instituciones de Inversión Colectiva.

²⁹ Sin embargo, cabe una excepción a lo anterior cuando se trata de valores emitidos o avalados por Estados miembros de la Unión Europea, Comunidades Autónomas u organismos internacionales de los que España sea miembro, caso en el que se pone como límite el 35% del activo. No obstante, las Instituciones de Inversión Colectiva quedan autorizadas a invertir hasta el 100% de su activo en valores emitidos por estos Entes, siempre que los valores de una misma emisión no superen el 10% del saldo nominal de la misma.

³⁰ El límite de los apartados a y b se ha ampliado al 25% cuando las obligaciones emitidas por Entidades de Crédito estén garantizadas por activos que cubran suficientemente los compromisos de emisión y queden afectados de forma privilegiada el reembolso del principal y al pago de los intereses en caso de quiebra del emisor. Las inversiones totales de una institución no podrán superar el 80% de sus activos.

Art. 4.d y e del Real Decreto 1393/1990 introducidos por el Real Decreto 91/2001

las mismas.

- d) La suma de las inversiones de los Fondos gestionados por Entidades de un mismo grupo no podrá superar el 15% –del valor nominal– de los valores en circulación de una misma Entidad.

La inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva, y dentro de ellas de los FIM, en valores no cotizados es relativamente reciente en España. Así, el Real Decreto 1094/1997, de 4 de julio, permite integrar entre los activos de los FIM³¹ valores no cotizados junto a valores mobiliarios admitidos a cotización en Bolsa y otros activos financieros contratados en mercados organizados reconocidos oficialmente, de funcionamiento regular o similares a efectivo por sus características. No obstante, la inversión en valores no cotizados deberá reunir una serie de condiciones³²:

- La inversión en valores no cotizados no podrá superar más del 10% del activo del Fondo³³.
- Deberán haber sido emitidos en un país miembro de la OCDE que no sea paraíso fiscal³⁴.

³¹ Esta regulación afecta también a los Fondos de Inversión en Activos de Mercado Monetario y a las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable, conocidas como SIMCAV.

³² Real Decreto 1094/1997, de 4 de julio, art. 1 y Carta Circular 4/1997, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre los criterios de valoración y condiciones de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva en valores no cotizados.

³³ Para los FIAMM este límite es del 5%.

³⁴ En el caso de valores emitidos por Entidades con sede social en un país que no sea miembro de la OCDE se requerirá autorización administrativa previa de la CNMV.

- En los informes del Fondo se deben mencionar de manera destacada las operaciones en títulos no cotizados con objeto de que los inversores conozcan la situación del patrimonio.
- La Entidad emisora debe estar auditada anualmente de forma externa e independiente.
- No se puede obtener el control de la Entidad en la que se invierte, ni por cada institución individualmente, ni por la suma de las inversiones de las SIM de un mismo grupo o de las inversiones hechas por los Fondos gestionados por Sociedades Gestoras de un mismo grupo.
- La inversión no puede tener lugar en Entidades cuyos socios, administrativos o directivos tengan una participación significativa, tanto en el Fondo o en su Sociedad Gestora como en la Entidad en la que se invierta.
- Está prohibida la inversión de las IIC en valores no cotizados emitidos por empresas de su grupo o del grupo de su Gestora.
- No se podrá invertir más del 2% de su activo en valores emitidos o avalados por una misma Entidad.
- No se podrá invertir en más del 4% de su activo en valores emitidos o avalados por Entidades pertenecientes al mismo grupo.

En lo referente a la inversión de los FIM en instrumentos financieros derivados³⁵, estos Fondos³⁶ podrán utilizar:

³⁵ La inversión en instrumentos financieros derivados por parte de las IIC queda regulada por:

- Futuros y opciones sobre tipos de interés, tipos de cambio, acciones, dividendos o índices bursátiles negociados en mercados organizados.
- Compraventas a plazo sobre tipos de interés, tipos de cambio, acciones, dividendos o índices bursátiles no negociados en mercados organizados.
- Opciones sobre tipos de interés, tipos de cambio, acciones, dividendos o índices bursátiles no negociadas en mercados organizados, incluyendo *Warrants, Caps y Floors*³⁷.

-
- Orden de 6 de julio de 1992 sobre operaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva en futuros y opciones financieras, BOE núm. 174, de 21 de julio.
 - Orden Ministerial de 10 de junio de 1997 sobre operaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero en instrumentos derivados, BOE núm. 141, de 13 de junio.
 - Circular 3/1997, de 29 de julio, de la CNMV sobre obligaciones de información a socios y partícipes de Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero y determinados desarrollos de la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997 sobre operaciones de estas instituciones en instrumentos derivados.
 - Circular 3/1998, de 22 de septiembre, de la CNMV sobre operaciones en instrumentos derivados de las Instituciones de Inversión Colectiva, ya citada anteriormente.

³⁶ En general, las IIC.

³⁷ Un *Warrant* es un certificado que a su tenedor concede el derecho a comprar títulos a un precio estipulado, durante un tiempo límite especificado a cierta fecha señalada. Los Caps y los Floors sobre tipo de interés, por su lado, son instrumentos financieros que permiten cubrir una cartera ante la subida o bajada de tipos en diferentes periodos futuros, permitiendo simultáneamente aprovechar las bajadas o subidas de tipos, respectivamente.

No es propósito de este trabajo profundizar en el análisis de las opciones, si bien recomendamos las siguientes obras: Figlewsky, S., Silber, W. L. y Subrahmanyam, M. G., (1990), *Financial options*, Ed. Business One Irwin, Nueva York, Lamothe, P., (1993), *Opciones financieras. Un enfoque fundamental*, Ed. McGraw-Hill, Madrid, Fernández, P., (1996), *Opciones, futuros e instrumentos derivados*, Ed. Deusto, Bilbao, C., Mascareñas Pérez-Íñigo, J., Aragonés González, J. R. y Solórzano García, M., (1997), *Futuros y opciones financieras*, Ed. Pirámide, Madrid, Fabozzi, F. (1997), *The handbook of fixed income securities*, Ed. Irwin, Illinois, Soldevilla García, E. (1998), *Opciones sobre futuros tipos de interés a largo plazo*, Ed. Pirámide, Madrid, Díez de Castro, L. y Mascareñas, J., (1998), *Ingeniería*

- *Swaps*³⁸ sobre tipos de interés, tipos de cambio, acciones, dividendos o índices bursátiles registrados y liquidados o no en mercados organizados de derivados.
- Operaciones estructuradas, negociadas o no en mercados organizados, que resulten de combinar alguno de los instrumentos contemplados anteriormente.

En el caso de derivados no negociados en mercados organizados, la finalidad de las operaciones deberá ser la cobertura de riesgos, y las contrapartes serán necesariamente Entidades de países de la OCDE sujetas a supervisión, u organismos supranacionales de los que España sea miembro.

Los compromisos adquiridos por las operaciones en derivados no pueden superar el patrimonio de la Institución³⁹, y las primas pagadas por opciones,

financiera. La gestión de los mercados financieros internacionales, Ed. McGraw–Hill, Madrid, Mascareñas Pérez–Íñigo, J., (1998), “Los instrumentos de financiación de la empresa analizados como opciones”, *Documento de trabajo de la Universidad Complutense*, nº 9814, Madrid y Hull, J., (2000), *Options, futures and other derivatives*, Ed. Prentice–Hall, Nueva Jersey.

³⁸ Un *Swap* es un contrato por el que dos partes –contrapartes– acuerdan hacerse pagos periódicos entre sí. En dicho contrato se debe especificar la moneda que se va a intercambiar, el tipo de interés aplicable a cada una –fija o flotante–, el programa de realización de pagos y demás aspectos destinados a regular la relación entre las dos partes.

No es propósito de la presente Tesis Doctoral profundizar en el conocimiento de los Swaps; no obstante, las definiciones expuestas se encuentran en:

Marshall, J. F. y Kapner, K. R., (1993), *Understanding Swaps*, Ed. Jon Wiley & Sons, Nueva York y Lamothe, P. y Soler, J. A., (1996), *Swaps y otros derivados OTC en tipos de interés*, Ed. McGraw–Hill, Madrid.

³⁹ La forma de cálculo de los compromisos adquiridos viene detallada en la Circular 3/1998 de la CNMV, Cap. III. Para calcular el compromiso para cada divisa se deberá estimar primero el riesgo general y el riesgo específico de los Instrumentos Financieros (se refiere con instrumentos financieros a los activos cubiertos y a los instrumentos derivados). El compromiso total será el resultante de multiplicar

incluidos Warrants, Caps y Floors no pueden superar el 10% del patrimonio de la misma⁴⁰.

A la luz de lo anterior y de lo expuesto en el capítulo 3, observamos que la relación de restricciones a la inversión que afectan a los Fondos de Inversión es más exhaustiva que la relativa a los FP⁴¹. En algunas ocasiones, esta normativa más detallada, unida a la experiencia acumulada por los Fondos de Inversión, ha motivado a la DGSF a tomarla de referencia a la hora de definir algunos aspectos relativos a los PyFP. Éste es el caso, por ejemplo, de la inversión en instrumentos financieros derivados, que hasta la fecha no ha sido regulada para los FP. Es por ello que, ante la ausencia de tal regulación, la DGSF suele remitirse a la práctica habitual y generalmente aceptada en el mercado, es decir, a lo establecido por la CNMV para las IIC.

No obstante, la regulación vigente sobre la composición de la cartera de los FP no limita la diversificación vía valores cotizados en mercados no

por diez la suma de estas estimaciones. En la misma Circular se detalla el procedimiento de estimación de cada uno de los dos riesgos, aunque si la CNMV lo permite, las IIC podrán estimar la máxima pérdida potencial de su cartera mediante su propio modelo interno.

⁴⁰ En este sentido, el capítulo VI de la Circular 3/1998, de 22 de septiembre de la CNMV dispone que la suma de las primas pagadas deberá hacerse en términos brutos. No obstante, se podrán compensar los importes pagados por la compra de opciones con las primas cobradas por su venta cuando dichas opciones no formen parte de diferentes operaciones estructuradas y coincidan en todas sus características excepto en su fecha de contratación, contraparte o precio de ejercicio.

⁴¹ No ocurre lo mismo en los Seguros Privados donde, por ejemplo, se limita la tipología de instrumentos financieros derivados utilizables para las Compañías Aseguradoras.

Orden de 23 de diciembre de 1998 por la que se desarrollan determinados preceptos de la normativa reguladora de los seguros privados y se establecen las obligaciones de información como consecuencia de la introducción del euro, BOE núm. 313, de 31 de diciembre.

domésticos. Los FP no tienen ninguna restricción a la inversión internacional⁴². En cambio para los FIM, este apartado se limita a los títulos admitidos a negociación en Bolsas de los Estados de la OCDE, en mercados de Deuda Pública o, en su defecto, es necesaria la autorización de la CNMV.

En cualquiera de los casos, las normas de composición del patrimonio y las restricciones a la inversión sobre la gestión de cartera del patrimonio de estos Fondos favorece la formación de carteras más variadas y diversificadas, con presencia de valores nacionales e internacionales cotizados en mercados organizados, lo cual pretende, en última instancia, proteger al partícipe de los Fondos.

4.2.3.– Actividades de Gestión y Depósito realizadas por Entidades profesionales

Otra identidad presente en el ámbito de la gestión de las carteras de los FIM y de los FP proviene de las actividades de Gestión y de Depósito desarrolladas por Entidades profesionales⁴³ y que, en la mayoría de las ocasiones,

⁴² Siempre y cuando se realicen conforme a los criterios de seguridad, liquidez, rentabilidad y congruencia de plazos. *Cfr.* Apartado 3.5.1. Introducción.

⁴³ Este hecho ha sido decisivo en el régimen de instrumentación y, en su caso, exteriorización de los compromisos por pensiones de las empresas, recogido en el Real Decreto 1589/1999. En la exposición de motivos de esta normativa se cita “[...] *pretende cumplir un doble objetivo. [...]*”

están vinculadas con alguna Entidad Financiera o Aseguradora⁴⁴, esta última sólo para los FP.

Tal y como ya analizamos en el capítulo anterior para los FP⁴⁵, la principal función de la Sociedad Gestora⁴⁶ de un Fondo de Inversión será la administración y representación de las IIC, por lo que podrán cobrar una comisión máxima⁴⁷. De la misma forma que la Entidad Gestora de un FP⁴⁸ tenía una serie de funciones, la

Adicionalmente, este proceso supone trasladar la gestión de los recursos que instrumentan compromisos por pensiones, a Entidades especializadas en la gestión e inversión financieras, Entidades Gestoras de Fondos de Pensiones y Entidades Aseguradoras. Esta gestión especializada puede suponer, para la empresa, un menor coste a la hora de financiar y atender sus compromisos por pensiones a la vez que coadyuga a la capitalización de la economía, potenciando el ahorro a largo plazo y dotando de mayor amplitud y profundidad a los mercados financieros y de capitales, lo que, en último término permitirá reducir los costes financieros de las inversiones empresariales.”

⁴⁴ Esta suele ser la práctica más habitual en los FIM y en los FP, aunque en éstos últimos también puede ocurrir que la Entidad Gestora sea *independiente*. Éste es el caso, por ejemplo de “Fonditel, Entidad Gestora de Fondos de Pensiones, S.A.” inscrita en el Registro de Entidades Gestoras de Fondos de Pensiones con el N° G–0162.

⁴⁵ *Cfr.* Apartado 3.3.– Aspectos relativos a la Entidad Gestora.

⁴⁶ Se denomina Sociedad Gestora, a diferencia de la Entidad Gestora de los FP, debido a que esta actividad tan sólo la pueden desempeñar sociedades anónimas. Para un análisis más profundo sobre los aspectos legales, funciones, etcétera., de las Entidades Gestoras consultar López Pascual, *op. cit.*

⁴⁷ El importe de la comisión máxima de los FIM fue modificado por el 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. Hasta entonces fue del 2,25%.

La nueva redacción del art. 45 del Real Decreto 1393/1990 introducida por el Real Decreto–Ley establece:

- Cuando la comisión se calcule únicamente en función del patrimonio del Fondo, el 2,25% de éste. (2,25%).
- Cuando se calcule únicamente en función de los resultados, el 18% de los mismos. (20%).
- Cuando se utilicen ambas variables, el 1,35% del patrimonio y el 9% de los resultados. (1,5% y 10%, respectivamente).

Entre paréntesis se recoge las comisiones máximas hasta entonces vigentes.

⁴⁸ Las principales gestoras de FP y de Fondos de Inversión tienen una dirección en Internet, y se pueden encontrar en las siguientes direcciones: <http://fondosweb.tsai.es/fondosweb/new.htm> –gestoras de

Sociedad Gestora tiene encomendadas unas actividades entre las que destacamos las siguientes⁴⁹:

- Redactar el folleto explicativo del Fondo, el Informe trimestral, la Memoria anual y el Reglamento del Fondo⁵⁰.
- Llevar la contabilidad del Fondo y determinar la forma de distribución de resultados, siempre que sea posible.
- Ejercer todos los derechos que conlleve la tenencia de valores en los que el Fondo ha invertido.
- Emitir el certificado de participación del Fondo siempre que lo solicite

FP o de Fondos de Inversión con Web propia–, <http://fondosweb.tsai.es/fondosweb/fseges1.htm> –gestoras de Fondos de Inversión–.

⁴⁹ Los requisitos y las funciones de las Sociedades Gestoras vienen especificadas en el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, arts. 53, 54, 57 y 58, modificados parcialmente por el Real Decreto 91/2001.

⁵⁰ El Reglamento de Gestión deberá contener, como mínimo los siguientes datos:

- Denominación del Fondo.
- Nombre y domicilio de la Sociedad Gestora y de la Entidad Depositaria.
- Normas para la dirección, administración y representación del Fondo.
- Plazo de duración del Fondo.
- Política de Inversiones.
- Patrimonio del Fondo y valor inicial de las aportaciones.
- Procedimiento para la suscripción y reembolso de las participaciones.
- Características de los resguardos y certificaciones de participaciones.
- Remuneración de la Sociedad Gestora y de la Entidad Depositaria.
- Comisiones por suscripción y reembolso.
- Características de los planes especiales de inversión.
- Criterios sobre determinación y distribución de resultados.
- Forma y plazos para el pago a los partícipes de los beneficios distribuidos.
- Requisitos para modificar el contrato constitutivo y Reglamento de gestión del Fondo.
- Normas para la sustitución de la Sociedad Gestora y de la Entidad Depositaria.
- Causas de disolución del Fondo y normas para su liquidación.
- Criterios para la designación de auditores.

el partícipe⁵¹.

- Informar periódicamente al Ministerio de Economía de la identidad de los partícipes y de las suscripciones y reembolsos que se realicen.

En lo relativo a la Entidad Depositaria de un FIM⁵², y al igual que presentamos en el análisis de los FP⁵³, su actividad principal es también la de custodiar los valores en los que ha invertido el Fondo⁵⁴.

Asimismo, realizará los pagos y cobros que requiera el funcionamiento del Fondo, entre los que se encuentra satisfacer los reembolsos de participaciones ordenados por la Sociedad Gestora, pagar dividendos de acciones y beneficios de las participaciones en el caso de un Fondo de reparto, cumplimentar las operaciones de compra y venta de valores, etcétera.

Igualmente es tarea de la Entidad Depositaria redactar el Reglamento de Gestión del Fondo y otorgar Escritura Pública de constitución, modificación o liquidación. Estas labores, junto con la de emisión de los certificados de participación, las realiza, como ya se expuso anteriormente, conjuntamente con la Sociedad Gestora.

⁵¹ Esta labor la realizan conjuntamente la Sociedad Gestora y la Entidad Depositaria.

⁵² La comisión máxima que podrá cobrar la Entidad Depositaria será del 0,2% anual sobre el valor nominal del patrimonio custodiado.

⁵³ *Cfr.* Apartado 3.4.– Aspectos relativos a la Entidad Depositaria, en el capítulo 3.

De este detalle de funciones que corresponden a la Sociedad Gestora y a la Entidad Depositaria de un FIM se observa la identidad entre las funciones anexas a la principal de la Entidad Gestora y la Sociedad Gestora de un FP al tener que asumir también, por ejemplo, también labores de información al partícipe, llevar la contabilidad del Fondo, informar al Organismo Oficial competente, etcétera.

A pesar de esto, el modelo de FP en España concede menor rango a la Entidad Gestora que en el caso de los FIM. Tal como se ha expuesto, la Sociedad Gestora de un FIM es la encargada de definir la política de inversiones, mientras que en los FP esta labor le corresponde a la Comisión de Control del Fondo. No obstante, esta situación se perfila en la práctica de forma muy dispar en función de la modalidad de PP que se integre en el FP, tal como analizaremos en los apartados 4.3.4 y 5.6– Intervención del partícipe, beneficiario y promotor en la Comisión de Control del Fondo de Pensiones.

⁵⁴ Los requisitos y las funciones de la Entidad Depositaria vienen especificados en el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, arts. 55 a 58.

4.3.– Aspectos diferenciales en la gestión de Fondos de Inversión Mobiliaria y de Fondos de Pensiones

A pesar de la relación de características comunes analizadas que afectan a la gestión de los FIM, la finalidad de uno y de otro tipo de Fondo es distinta. Por un lado, los FIM son patrimonios que pertenecen a los partícipes, los cuales integran su ahorro en el Fondo para incrementar su riqueza beneficiándose de las ventajas de diversificación, seguridad, gestión profesional, liquidez y transparencia informativa de estas instituciones. Por lo tanto, el objeto de los FIM es la generación de riqueza para el partícipe, es decir, un fin genérico o inespecífico.

Los FP, por su lado, también son patrimonios constituidos a partir de las aportaciones y contribuciones⁴⁹. Sin embargo, el ahorro que canaliza el inversor a través de los FP es finalista, es decir, previamente determinado⁵⁰, a saber, la generación de un fondo para la protección de las contingencias de jubilación, invalidez y fallecimiento. Esto justifica que, a pesar de ser patrimonios diversificados, seguros y gestionados de forma profesional, no puedan ser, por ejemplo, líquidos en el sentido de los FIM. La liquidez es, por lo tanto, una variable que afectará de forma distinta a la gestión de los FP y de los FIM.

⁴⁹ En los Planes de la modalidad de Empleo.

⁵⁰ El reglamento del PP definirá la forma y el alcance de las contingencias a cubrir por el PP, no pudiendo ser diferentes a las citadas.

Además de la liquidez, existen otros aspectos que por ser propios de los PyFP influyen de forma particular en la gestión de los FP alejándola de la propia de los FIM. Este constituye el objetivo del próximo apartado que se ampliará en el capítulo siguiente, dedicado al análisis del alcance de estas diferencias para cada una de las modalidades de Planes.

4.3.1.– Liquidez

Una de las diferencias más importantes entre los FP y los FIM es la liquidez de la inversión, es decir, la posibilidad de disponer del ahorro canalizado a través de estas instituciones en cualquier momento⁵¹. La liquidez de la inversión en los FIM es bastante favorable para el partícipe, ya que puede disponer de su dinero en un plazo máximo de 72 horas. No obstante en la práctica, la liquidez está restringida por la aplicación de comisiones de reembolso en algunos casos⁵².

La liquidez de la inversión del partícipe vía reembolso de las participaciones, junto a las suscripciones que, en términos generales, se pueden realizar en cualquier momento y la valoración del activo del Fondo a precios de

⁵¹ La prima por liquidez de los FIM en relación a los FP cuando el inversor emplea estos vehículos para la jubilación crecerá con el tipo impositivo actual y será descendente cuanto más alto sea el rendimiento esperado de la inversión. *Cfr.* Fernández Valbuena, S., (1998), “¿Dónde interesa invertir para la jubilación, en un Fondo de Inversión o en un Fondo de Pensiones?”, Análisis Financiero, 1^{er} cuatrimestre, págs. 7 y 8.

⁵² Las comisiones de reembolso no podrán ser superiores al 5% sobre el importe reembolsado. Por ejemplo el Citifondo Bond FIM y Citifondo Líder FIM aplican 2% para reembolsos durante los 30 primeros días y 0,5% para los 90 días, respectivamente.

Fuente: Boletín informativo de Citifondos y Citiplanos de Pensiones del Citibank del 1^{er} Trimestre de 2001.

mercado, derivan en la continua fluctuación de la cifra de patrimonio acumulado de los FIM en función de la situación del mercado⁵³. Este hecho, unido a que los FIM deben cumplir unos coeficientes de inversión legalmente determinados, justifica que la gestión de los FIM se torne ciertamente compleja y dependiente de la situación del mercado⁵⁴.

El ahorro canalizado hacia los FP, por su lado, es prácticamente ilíquido, si bien en 1999⁵⁵ se introdujeron importantes novedades en este sentido. En un principio los derechos consolidados de un partícipe de un PP en un FP sólo se podrán hacer líquidos –en forma de capital, de renta o bien mixta– al devengo de las contingencias cubiertas en el Plan –jubilación, invalidez o fallecimiento–⁵⁶. A estas situaciones generales se han venido a añadir, como ya se analizó anteriormente⁵⁷, otras de carácter especial que permiten disponer de los fondos acumulados en el caso de enfermedad grave⁵⁸ del partícipe, cónyuge,

⁵³ Por ejemplo, en 1994 los FIM en España sufrieron un estancamiento en su crecimiento. El motivo se puede encontrar en la subida de los tipos de interés, el mal comportamiento del mercado de deuda y del mercado de renta variable, y la debilidad del dólar, factores que ocasionaron una disminución de los resultados de los Fondos que, a su vez, fue acompañada de una oleada de reembolsos.

En 1995 se vuelve a recuperar la tendencia de crecimiento de 1993. Las razones de este aumento las encontramos en el mejor comportamiento de los mercados y en la mayor propensión de los inversores a depositar sus ahorros en los Fondos de Inversión. Más recientemente, en el 2000, el comportamiento de las Bolsas y de los tipos de interés han producido, de nuevo, un estancamiento en el crecimiento de estas instituciones que está teniendo su continuidad en el ejercicio 2001.

⁵⁴ En este sentido, Marín, J. R., (1996), “Criterios de evaluación y eficiencia de la gestión de carteras: Una crítica al modelo tradicional”, *La evaluación de los Fondos de Inversión en España*, Finance and Banking, Informe Especial nº 1, julio, págs. 78–123, apoya la necesidad de crear una teoría de Fondos que establezca las mejores estrategias a seguir por los gestores y sus propias formas de evaluación, cuestión que hasta ahora no ha sido objeto de muchos trabajos.

⁵⁵ Real Decreto 215/1999.

⁵⁶ Este aspecto se analiza en el apartado 4.3.3.2.– Estimación de los flujos de salida del Fondo de Pensiones.

⁵⁷ 2.4.1.– Contingencias cubiertas y prestaciones de un Plan de Pensiones.

⁵⁸ El art. 7 del Real Decreto 215/1999, recoge qué tipo de dolencias tienen el rango o la consideración de enfermedad grave a estos efectos.

ascendientes o descendientes en primer grado y de desempleo de larga duración⁵⁹. Dada la especificidad de estas situaciones, la liquidez de las aportaciones y contribuciones a un PP canalizadas hacia un FP son muy limitadas.

La falta de liquidez del ahorro del partícipe en un FP es coherente con la filosofía de estas instituciones: procurar la acumulación de capitales para la protección de situaciones futuras que pueden derivar en la pérdida o disminución de la fuente de ingresos habitual del partícipe. Esto justifica, por lo tanto, que la gestión de los FP se defina para un horizonte temporal a medio y largo plazo, mientras que en el caso de los FIM este horizonte temporal no puede ser estimado debido a que el gestor desconoce el momento en el que se va a producir el reembolso de las participaciones.

4.3.2.– Movilización de los derechos económicos del partícipe

Otra variable que influye de diferente modo en la gestión de ambos tipos de Fondos es que el partícipe, individualmente, pueda trasladar sus derechos económicos de una modalidad de Fondo a otro –es decir, de un tipo de FIM a otro FIM y de un FP a otro FP–, así como el traslado conjunto de todos los derechos de los partícipes–beneficiarios de uno a otro.

⁵⁹ Siempre que lo contemplen expresamente las especificaciones del PP y con las limitaciones y condiciones que éstas establezcan. En cualquiera de los casos, la percepción de la prestación será incompatible con la realización de aportaciones por parte del partícipe, si bien, serían compatibles con las realizadas por el promotor o establecidas con carácter mínimo u obligatorio.

En los FIM, la movilización de los derechos del partícipe de un Fondo a otro implica el reembolso de las participaciones para posteriormente suscribir ese importe en otro FIM⁶⁰. Por lo tanto, en estos Fondos la movilización de los derechos económicos requiere hacerlos líquidos previamente con el consiguiente coste fiscal para el partícipe⁶¹. Por su lado, la movilización de los derechos económicos de todos los partícipes a la vez, es muy difícil que se lleve a cabo, al implicar un acuerdo previo entre todos los partícipes, en cuyo caso el efecto fiscal sería el analizado previamente.

Desde el punto de vista del patrimonio del Fondo, esto implica que, cuando el partícipe solicita el reembolso de sus participaciones, por ejemplo en el momento *t*, el gestor deberá ordenar una desinversión⁶² por el siguiente importe:

⁶⁰ En otros países existen los Fondos Paraguas, que son Fondos que están a su vez divididos en subfondos, cada uno de los cuales invierte en un mercado o en un tipo de activo específico que es gestionado de forma independiente. El principal aliciente para el partícipe se encuentra en que, al moverse dentro del mismo Fondo, sólo hay que pagar una comisión por el cambio de subfondo –que es mucho menor que las comisiones de suscripción y reembolso que habría que pagar para salirse de un Fondo y entrar en otro diferente–. Además, este traspaso no tiene ningún efecto fiscal. *Cfr.* López Pascual, J., *op. cit.*, pág. 181.

En España los Unit Linked se han desarrollado de una forma importante tras la aclaración de 30 de julio de 1999 de la Dirección General de Tributos, mediante respuesta vinculante, del tratamiento fiscal que afecta a estos productos. El Unit Linked es un seguro de vida por el cual un inversor, el tomador del seguro, aporta unas cantidades de dinero, las primas, que son invertidas por una Entidad Aseguradora dentro de las distintas ofertas que presenta el producto, en FIM o carteras con política de inversión específica o “cestas” ligadas a un nivel de riesgo, de acuerdo al criterio personal de inversor. En este producto el asegurado puede mover el importe de sus participaciones de un Fondo o “cesta”, según el caso, a otro, entre un conjunto de ellos previamente determinado, sin coste fiscal alguno. Es habitual que el número de cambios que se puedan realizar por año sea limitado así como que cada cambio tenga un coste.

⁶¹ El tratamiento fiscal que afecta a los Fondos de Inversión es analizado en el trabajo realizado por Ahumada Carazo, R. M., Blanco Mendialdua, A. y Larrauri Estefania, M., (1997), “Tax treatment of Mutual Funds Investments”, Bests Paper Proceedings, VI Congreso Internacional de AEDEM.

Disminución del patrimonio del FIM _t	=	Nº de participaciones reembolsadas _t	*	Valor liquidativo de la participación _t
---	---	---	---	--

Por otro lado, si bien la liquidez de los derechos del partícipe de un PP en el FP es muy reducida, cabe la posibilidad de trasladar o la movilizar el importe de los derechos consolidados de un PP a otro integrado en un FP distinto⁶³, sin repercusión fiscal alguna para el partícipe⁶⁴. De la misma forma, la Comisión de Control del Plan podría decidir el traslado de la cuenta de posición en un FP a otro Fondo, sin pago de impuestos. Estas posibilidades genéricas derivan en que, a efectos del Fondo, la movilidad de los fondos acumulados en los FP sea superior a la que en su caso se podría presentar en los FIM. Ahora bien, aunque más viable en los FP, en el siguiente capítulo analizaremos el alcance de esta posibilidad para cada una de las modalidades de PP.

4.3.3.– Equilibrio entre los flujos de entrada y de salida del Fondo de Pensiones

⁶² En algunas ocasiones, si el importe del reembolso no es muy elevado, el Fondo hace frente a este pago con las disponibilidades líquidas, si con ello sigue manteniendo el coeficiente de liquidez exigido.

⁶³ Este apartado debe valorarse con matices para los PP de la modalidad de Empleo.

⁶⁴ El art. 20.5 apartado c del RPyFP ha sido modificado por el Real Decreto 1589/1999. En la nueva redacción de este artículo se reduce a quince días el plazo máximo para la que la Entidad Gestora movilice los derechos consolidados del partícipe de un PP del sistema Asociado e Individual.

Un PP es un contrato colectivo de previsión social que vincula a un conjunto de personas –partícipe, beneficiario, Entidad Promotora, etcétera– teniendo cada uno sus derechos y obligaciones. Uno de los derechos más importantes es el del partícipe–beneficiario: el derecho a la prestación. Para que ese derecho se pueda ejercitar es necesario que se cumplan previamente las obligaciones en los términos establecidos, entre los que destacamos la obligación de realizar aportaciones del partícipe y, si es el caso, la de contribuir del promotor.

Uno de los pilares sobre los que se asienta la gestión de los FP es el equilibrio entre la realización de las obligaciones y los derechos. Al igual que en el apartado anterior, el equilibrio financiero o financiero–actuarial toma distintas características según la modalidad de PP de que se trate, lo cual será objeto de reflexión del capítulo siguiente, en el que procederemos con la diferenciación de esta característica para los FP para cada una de las modalidades de Planes.

4.3.3.1– Estimación de los flujos de entrada al Fondo de Pensiones

En este apartado analizamos la posibilidad de que el gestor de un FIM y de un FP tienen de estimar el momento y el importe de las suscripciones o aportaciones–contribuciones a estos Fondos, y las implicaciones que ello tiene sobre la gestión del patrimonio.

Las características de los FIM en España permiten al ahorrador invertir en estas instituciones en cualquier momento⁶⁵. Como resultado de ello, en términos generales, la Sociedad Gestora no dispone de la información necesaria para estimar a priori los flujos de entrada al Fondo. Esta situación se podría trasladar a los FP si no fuera porque:

- Muchos partícipes suscriben un PP y realizan aportaciones periódicas⁶⁶. El partícipe puede, no obstante, suspender o modificar el importe de las aportaciones o su periodicidad.
- Las campañas publicitarias de las Entidades Financieras animan al ahorrador a suscribir un PP a medida que se aproxima el final del año siendo cada vez más asiduas en los medios de comunicación, para desaparecer con el año nuevo. Estas campañas inciden en primer lugar sobre el positivo efecto fiscal en el IRPF para, en segundo lugar, destacar el fin subyacente de estas instituciones: la previsión social privada. En algunas ocasiones, incluso, incentivan al inversor con

⁶⁵ A excepción de los FIM garantizados que deben suscribirse en un periodo de tiempo previamente determinado o hasta que la suscripción total alcance un volumen determinado. Por ejemplo, a 2 de julio de 1999 los Fondos de Inversión garantizados que se podían suscribir eran los que se detallan en la siguiente tabla:

<i>Entidad</i>	<i>Producto</i>	<i>Periodo de suscripción</i>
Banco Atlántico	Atlántico Mundibolsa 4	14/7/99
Open Bank	Depósito Bolsa 35	30/7/99
Banco de Comercio	Fondcomercio 2005	30/9/99

Fuente: (1999), *Inversión y Capital*, nº 291, pág. 79

⁶⁶ Estas aportaciones pueden ser constantes o variables, es decir, función del crecimiento del salario del partícipe, del Índice de Precios al Consumo, etcétera. El partícipe elige la periodicidad de la aportación, que normalmente suele ser mensual, trimestral o semestral. Para la comodidad del partícipe la aportación se suele domiciliar.

regalos función de sí se es o no partícipe del PP o del importe de la aportación⁶⁷.

La corriente de flujos de entrada de un FP podría, por lo tanto, catalogarse en tres modalidades: unos flujos identificados que se corresponderían con el partícipe que realiza aportaciones periódicas previamente determinadas, otros que se concentrarían en los últimos meses del año por importes desconocidos “a priori”⁶⁸ y, por último, la corriente de flujos de entrada fruto del derecho del partícipe de un PP que aporta a un PP cuando lo desea y por la cuantía que quiere⁶⁹.

De esta forma, el gestor del FP podrá administrar el patrimonio desde una perspectiva más amplia y flexible que la correspondiente a los FIM al poder prever, al menos parcialmente, la periodicidad y el importe de los flujos de entrada.

4.3.3.2.– Estimación de los flujos de salida del Fondo de Pensiones

⁶⁷ Recientemente, algunas Entidades Financieras han hecho pública la intención de promover entre sus clientes la previsión social sistemática a través de premios o campañas de fidelización.

⁶⁸ En este sentido las Entidades Financieras podrían estimar el importe de las aportaciones a los PP a partir de las experiencias de años anteriores.

⁶⁹ En algunas ocasiones existe un mínimo de aportación oscila entre las mil y las diez mil pesetas. Esta práctica también es habitual para los FIM que definen un importe de suscripción mínimo que va de las mil al millón de pesetas.

Otra variable que los gestores de los FP y de los FIM deben considerar en la administración del patrimonio son los flujos de salida, es decir, los reembolsos y el pago de prestaciones o movilizaciones respectivamente.

Los flujos de salida de un FIM tienen lugar cuando el partícipe solicita el reembolso de sus participaciones, por la necesidad de disponer de liquidez o por el deseo de destinar su ahorro a otras inversiones. Estos casos ya fueron analizados en los apartados 4.3.1 y 4.3.2 por lo que no incidiremos nuevamente sobre ellos.

Los flujos de salida de un FP, en cambio, se justifican por el devengo de prestaciones –jubilación, invalidez o fallecimiento⁷⁰– y la movilización de los derechos consolidados del partícipe o de la cuenta de posición del PP en el Fondo. Al igual que se ha expuesto para los FIM estos dos últimos supuestos se contemplaron en apartados anteriores⁷¹ por lo que no volveremos sobre ellos.

El gestor del FP dispone de la información y de los medios necesarios para estimar el momento y el importe de los flujos de salida del Fondo. Por un lado, la Entidad Gestora cuenta⁷² con todos los datos necesarios sobre cada partícipe: fecha de nacimiento del partícipe, profesión, estado civil, etcétera, así como el domicilio para el envío de información y de certificados. Por otro lado, tiene a su disposición los instrumentos actuariales precisos, por ejemplo las tablas de

⁷⁰ Un PP podrá cubrir como máximo estas tres situaciones.

⁷¹ Apartados 4.3.1.– Liquidez y 4.3.2.– Movilización de los derechos económicos del partícipe.

⁷² A través de la información suministrada por el promotor o por los Boletines de adhesión del partícipe al Plan.

mortalidad e invalidez al objeto de poder estimar, al menos anualmente, los partícipes que serán beneficiarios.

Teniendo en cuenta todo esto, el gestor podría estimar el momento del devengo de la prestación, e incluso la forma de cobro de la misma: renta, capital o mixta. Sin embargo, a lo expuesto anteriormente habría que añadir el efecto de la posible movilización de los derechos consolidados del partícipe del PP, lo cual particulariza el análisis para cada una de las modalidades de PP.

4.3.4.– Intervención del partícipe, beneficio y promotor en la Comisión de Control del Fondo de Pensiones

Una característica común de los FIM y de los FP en España es la gestión y depósito profesional del patrimonio. Sin embargo, el contenido y la dimensión de las actividades de gestión y de depósito en ambos tipos de Fondos son diferentes.

El modelo de PyFP español concede un menor rango a la Entidad Gestora de un FP que en el caso de los FIM. Por ejemplo, la Sociedad Gestora de un FIM es la encargada de definir la política de inversiones, mientras que en los FP esta labor le corresponde a la Comisión de Control de los FP⁷³ y, por lo tanto, de una forma directa al partícipe, beneficiario y promotor⁷⁴. En los FIM el partícipe no

⁷³ O más precisamente a la Comisión Promotora del Plan de Pensiones

⁷⁴ A excepción de los PP Individuales. De una forma más precisa, habría que referirse a potenciales partícipes en la medida en la que el PP todavía no ha sido aprobado. En este sentido, la nueva

interviene en la definición de la política de inversiones, simplemente decide si suscribe el Fondo o no.

Por su lado, la Comisión de Control del FP es un órgano de carácter colegiado y permanente integrado por partícipes, beneficiarios y promotor⁷⁵. Es el órgano de representación del Fondo encargado de supervisar o controlar el adecuado cumplimiento de las normas de su funcionamiento y de los Planes en él integrados. Por lo tanto, el partícipe, beneficiario y promotor participarán en todas estas labores. Su funcionamiento interno, no obstante, será particular para cada FP y detallado en la escritura de constitución del FP, en concreto, en el apartado de normas de funcionamiento⁷⁶.

En lo relativo a la supervisión del funcionamiento del FP, y relacionado con las labores de la Entidad Gestora, la Comisión de Control es la encargada de definir la política de inversiones que, posteriormente, deberá ser implantada por la Gestora. Esta función genérica se perfila en la práctica de forma muy dispar en función de la modalidad de PP que se integre en el FP, por lo que volveremos sobre éste aspecto en el siguiente capítulo.

redacción del art. 9 de la LPyFP establece que esta participación en la Comisión no será precisa en los Planes Individuales, a los cuales nos referiremos más adelante. Como resultado de ello, en esta modalidad podrá corresponder exclusivamente al promotor la obligación de realizar los trámites que a esta comisión se asignan.

⁷⁵ Tal como se expuso en el apartado 3.2.– Comisión de Control de un Fondo de Pensiones: Composición y funciones.

⁷⁶ De una forma más detallada podemos citar que éste régimen abarca tres aspectos fundamentales:

- a) Procedimiento para la elección de sus miembros –arts. 11.2.e).2 y 28.3.b) del RPyFP–.
- b) Normas de funcionamiento de las reuniones de la comisión –arts. 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 –arts. 14.6 de la LPyFP y 30.6 del RPyFP–.