

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 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**

(c) Rosa María Ahumada, 2002

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

CAPÍTULO 6

GESTIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES (III): PLANTEAMIENTO DE UN MODELO ESPECÍFICO PARA LOS FONDOS DE PENSIONES QUE INTEGRAN PLANES DE PENSIONES DE LA MODALIDAD DE EMPLEO

6.1.– Introducción

Analizadas las peculiaridades de los FP que integran PP de la modalidad de Empleo, en relación a los FP Individuales y los FIM, el desarrollo de este capítulo estará encaminado a la presentación de un modelo de gestión para estos Fondos en el que las Entidades Gestora y Depositaria lleven a cabo cada una de

las labores de gestión, depósito, administración, información, control, etcétera¹, señaladas por ley².

En este proceso valoraremos la gestión de los FP de Empleo de Aportación Definida y de Prestación Definida al objeto de concluir en qué medida puede ser común o, por el contrario, si ésta se perfila específica o particular para cada una de ellas.

Los FP canalizan un ahorro cuya finalidad es la previsión social, en concreto, la previsión o cobertura de las contingencias de jubilación, invalidez y fallecimiento. En los Planes de Aportación Definida, la variable que se define en primer lugar es la aportación y/o contribución, por lo tanto, a tenor de lo establecido en la legislación vigente, el importe de la prestación dependerá de las aportaciones y contribuciones realizadas y del rendimiento de la inversión de esas cantidades, es decir,

Aportaciones y/o Contribuciones	+	Rendimientos	=	Prestación _{FP Aportación Definida}
---------------------------------------	---	--------------	---	--

¹ Cfr. Apartado 3.3.– Aspectos relativos a la Entidad Gestora y Apartado 3.4.– Aspectos relativos a la Entidad Depositaria.

² En nuestro trabajo obviaremos el estudio, por lo tanto, de los PP asegurados, es decir, de los PP cuyas prestaciones son garantizadas por una Entidad Aseguradora y que dan lugar a los “FP vacíos”. En estos casos, la Entidad Gestora y Depositaria quedan al margen de las labores de gestión y depósito de los fondos acumulados, administrados por la Entidad Aseguradora.

La prestación de jubilación, invalidez o fallecimiento puede tomar la forma de capital, de renta, constante o variable– cualquiera que sea su tipología – financiera o actuarial–, o mixta, es decir, en forma de capital y renta.

Por otro lado, en los PP de Prestación Definida la variable que se cuantifica en primer lugar es la prestación, a partir de la cual se estiman las aportaciones a realizar a través del equilibrio financiero–actuarial.

$$\text{Prestación}_{\text{FP prestación definida}} = \begin{matrix} \text{Aportaciones} \\ \text{y/o} \\ \text{contribuciones} \end{matrix} + \text{Rendimientos}$$

En esta modalidad de Planes, la prestación consistirá en un capital, una renta actuarial o una combinación de ambas formas, por un importe cierto o conocido en el momento actual. En algunas ocasiones, en cambio, la prestación se cuantifica en función del salario a una edad futura, número de años de servicio del trabajador en la empresa, prestación de jubilación, invalidez o fallecimiento de la Seguridad Social, evolución del índice de precios al consumo, etcétera, por lo que el importe de la prestación será estimado.

El equilibrio financiero–actuarial de los PP toma, por lo tanto, distinta forma en función de la modalidad de Plan de que se trate, lo cual sería de esperar que implicara necesariamente una gestión diferencial de las inversiones del Fon-

do al ser éstas el motor del crecimiento o la fuente de financiación de las prestaciones.

Tal y como ya se expuso anteriormente, en los PP de la modalidad de Empleo los miembros de la Comisión de Control del Plan y del Fondo participan activamente en la elaboración de la política de inversiones del patrimonio del FP, a pesar de que la gestión efectiva de los fondos acumulados sea competencia directa de la Entidad Gestora y Depositaria del FP. No obstante, su labor se llevará a cabo dentro de las pautas de la política de inversiones definidas por la Comisión de Control.

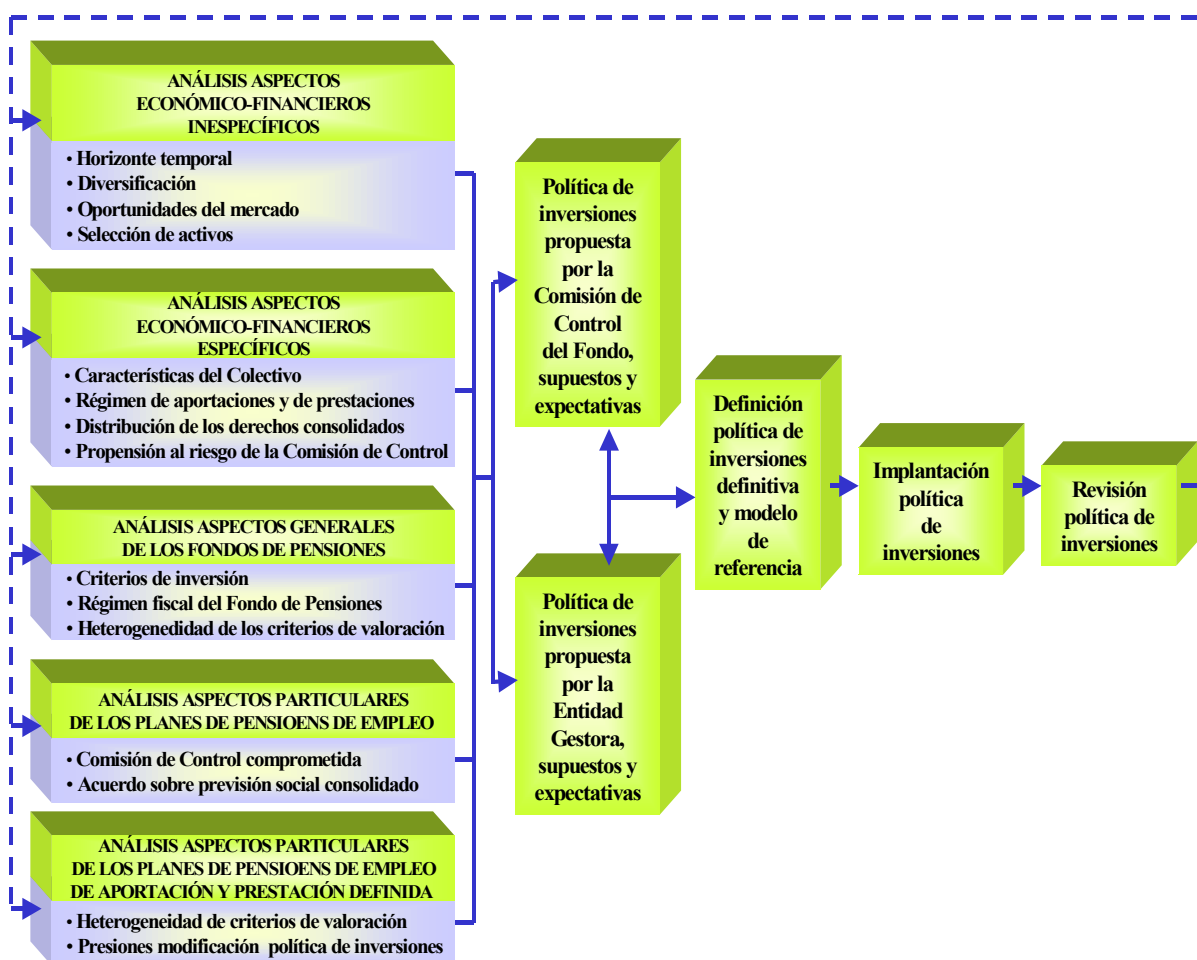
Teniendo en cuenta estas características, el modelo de gestión de FP de la modalidad de Empleo de Aportación Definida y de Prestación Definida que proponemos pretende alcanzar tres objetivos principales:

- Analizar las necesidades, obligaciones y características financieras del Plan de Pensiones, objetivo de los apartados 6.2, 6.3.1 y 6.3.2.
- Dirigir las expectativas financieras de la Comisión de Control hacia situaciones reales de mercado, que se desarrollará en las fases 6.3.3 y 6.3.4 del modelo.
- Gestionar eficientemente el patrimonio en el contexto definido por los dos objetivos anteriores, que constituyen las fases 6.3.5 y 6.3.6.

Se trata, en nuestra opinión, de un modelo que promueve la eficiencia del instrumento de previsión social al buscar la plena adaptación de la gestión del patrimonio a las necesidades de los partícipes, beneficiarios y promotor de los

Planes de Empleo. De forma ilustrativa se recoge en la Figura 6.1 las fases del modelo de gestión que proponemos.

Figura 6.1.–Propuesta de Modelo de Gestión de Fondos de Pensiones Uniplan de Empleo



Fuente: Elaboración propia.

6.2.– Conceptos financieros previos

La gestión de un FP de la modalidad de Empleo precisa en primer lugar del análisis de las variables de carácter general que afectan a la gestión de grandes patrimonios, principalmente desde el punto de vista de las características del modelo de PyFP español. En este apartado, consideramos de especial relevancia delimitar el horizonte temporal de la inversión que canalizan estas instituciones, la conveniencia de formar carteras diversificadas, así como las posibilidades de aprovechar las oportunidades del mercado y la selección de activos para los FP.

6.2.1.– Horizonte temporal

Una de las variables a considerar en la gestión de carteras es el horizonte temporal de la inversión también conocido como *el horizonte de planeación*. Bodie y Merton³ y Kutler⁴ lo definen como el periodo durante el cual se planifica el mantenimiento de la inversión. El horizonte temporal de una inversión, en términos generales, se define por el objetivo o fin que desea alcanzar el ahorrador y por las normas que regulan el vehículo elegido para alcanzar esa finalidad. En primer lugar analizaremos el objetivo del ahorrador para seguidamente detenernos en los aspectos de la regulación con implicaciones en el horizonte temporal.

El fin de los PyFP es la cobertura de la jubilación, invalidez y/o fallecimiento. Por lo tanto, el horizonte temporal de la inversión que canalizan los FP

³ Bodie, Z, y Merton, R. C., (1998), *Finance*, (1st Ed.), Ed. Prentice Hall, Nueva York, pág. 269.

estará en conexión directa con la edad de los partícipes y/o beneficiarios del PP, el momento en el que se prevea la actualización de las contingencias cubiertas y la forma de cobro de la prestación.

Con el fin de analizar la edad de los partícipes y beneficiarios de los PP de la modalidad de Empleo en España, la Figura 6.2 ilustra la distribución por edades del colectivo analizado por la DGSF⁵. Para este colectivo la edad media fue de 45,8 años para 1995 y de 46,3 años para 1998⁶.

Figura 6.2.– Distribución de partícipes y beneficiarios por edades en 1995 y 1998

⁴ Kutler, V. A., (1990), “Money Manager Selection”, AAVV, Fabozzi, F. J., (Dir.), *Pension Fund investment management*, Ed. McGraw–Hill, Londres, pág. 203.

⁵ Los datos consultados son los publicados en las *Memorias Estadísticas de Planes y Fondos de Pensiones de 1995* de la DGSF. Para 1998, los datos se han obtenido del artículo ya citado cuyos autores son Plaza Salazar, J. R. y García de Quevedo Ruiz, J. C., *op. cit.*, pág. 12.

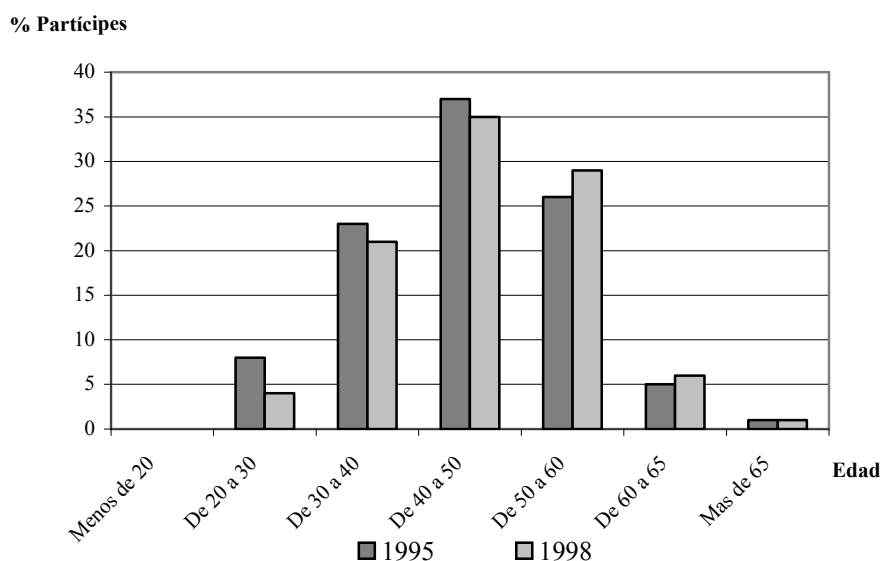
Para el ejercicio 1995 se analizó la distribución de los partícipes y beneficiarios de los 30 PP más numerosos a 31 de diciembre. En el caso de los beneficiarios se incluyeron tan sólo los que al término de ese año percibían prestaciones en forma de renta. De los treinta Planes analizados, veinticinco eran de la modalidad Individual y los cinco restantes de Empleo. En el siguiente cuadro recogemos la representatividad de los PP de Empleo analizados sobre el total de los PP de esta modalidad.

	Nº Partícipes (miles)	Cuenta de posición
Planes de Empleo incluidos en el estudio	101	0,36*
Total de Planes de Empleo	251	1,06*
Representatividad	40,2%	34%

*Datos en billones de ptas.

Fuente: *Memoria Estadística de Planes y Fondos de Pensiones de 1995*, pág. 144.

⁶ En 1998 la edad media de los partícipes activos era 45 años.
Plaza Salazar, J. R. y García de Quevedo Ruiz, J. C., *op. cit.*, pág. 12.



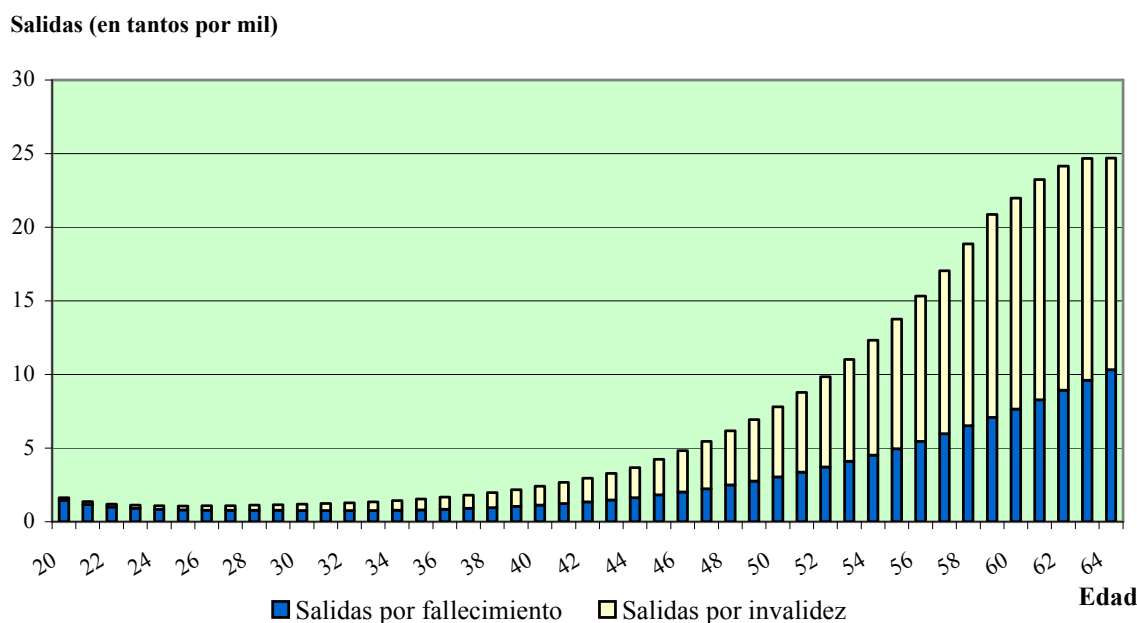
Fuente: Elaboración propia a partir de las *Memorias Estadísticas de Planes y Fondos de Pensiones de 1995* de la DGSF y Plaza Salazar, J. R. y García de Quevedo Ruiz, J. C., *op. cit.*, pág. 12.

El horizonte temporal de la inversión del FP vendrá definido también por la permanencia del partícipe en el Plan y por la probabilidad de que se produzcan o actualicen en el PP cada una de las contingencias cubiertas para cada edad del partícipe. Por ello, consideramos las probabilidades de invalidez y fallecimiento para cada edad del partícipe inferior a los 65 años, puesto que a esta edad, con toda certeza⁷, éste será beneficiario de la prestación de jubilación. En la Figura 6.3 se ilustran los tantos de invalidez y fallecimiento que son empleados habitualmente en el diseño del equilibrio financiero–actuarial de un PP⁸.

⁷ A los 65 años el partícipe estará jubilado, no obstante, esta situación puede tener lugar a partir de los 60 años.

⁸ Las tablas biométricas habitualmente empleadas en la valoración financiero–actuarial de los PP de la modalidad de Empleo son las PERM/F-2000 o las Tablas EVK–90 para mortalidad de activos y la

Figura 6.3.– Tantos de invalidez –Tabla SS–90 (Absoluta) – y fallecimiento – Tabla EVK–90 (Activo)–



Fuente: Elaboración propia.

Como se observa en la Figura previa, existe una relación positiva entre el número de salidas del colectivo por invalidez y fallecimiento a medida que aumenta la edad del partícipe. No obstante, estas salidas tienen escasa importancia

Tabla SS– 90 (Absoluta-) para la contingencia de invalidez. Cfr. Apartado 2.4.– Variables económico-financieras de un Plan de Pensiones.

Sobre la adaptación de estas tablas a la mortalidad del colectivo de partícipes de los PP de la modalidad de Empleo en España y el diseño de nuevas tablas Ver Betzuen Zalbidegoitia, A., (1999), “La medida de la mortalidad en un colectivo de activos ocupados”, *Actuarios*, Dossier, págs. 1–8.

Para un análisis más detallado del proceso de elaboración de las tablas de mortalidad e invalidez ver Botero, G., (1999), “Esperanza de vida y desarrollo demográfico”, Echevarria, J. A., (1999), “Hacia las primeras tablas de población asegurada en España” y Chèvre, C. y Botero, G., (1999), *AAVV Jornadas sobre la longevidad, pensiones y rentas* organizadas por Swiss Re Life & Health el 15 y 16 de noviembre en Granada.

ya que, por ejemplo, a los 60 años se producen tan sólo 22 salidas del colectivo – 8 por fallecimiento y 14 por invalidez– por cada 1.000 trabajadores, a los 64 años éstas ascienden a 10 y 14, respectivamente.

Por lo tanto, los PP de la modalidad de Empleo en España cubren con mayor probabilidad la contingencia de jubilación. Si además tenemos en cuenta que la edad media del partícipe de estos Planes fue 46,3 años en 1998, el horizonte temporal de la inversión de los FP que integran PP de esta modalidad se sitúa próximo a los 20 años. A este extremo habría que añadir la posibilidad de cobrar la prestación en forma de renta, lo cual alargaría el horizonte temporal de la inversión.

El horizonte temporal de la inversión en un FP estará supeditado además a la regulación que sea de aplicación al instrumento de ahorro en cuestión y su aplicación al contexto de los PP de la modalidad de Empleo. En este caso, tal como ya se expuso en los capítulos 2 y 4, las aportaciones a PP son irrevocables y sólo se podrán hacer líquidas, con carácter general, en el momento del devengo de la prestación. El contenido de este principio se ve atenuado, no obstante, por la posibilidad de trasladar o movilizar los derechos económicos del partícipe en de un Plan a otro y por lo tanto, de canalizar el ahorro de un FP a otro. Además las inversiones de un FP deben ser congruentes en el plazo para satisfacer las prestaciones.

En los capítulos 4 y 5, apartados 4.3.1, 4.3.2, 5.2 y 5.3⁹, analizamos la dimensión del principio de irrevocabilidad de las aportaciones en los PP de Empleo a través de la liquidez y la movilización de los derechos consolidados del trabajador en estos PP. Los FP que integran PP de Empleo canalizan un ahorro estable debido a la reducida probabilidad de que el partícipe traslade los derechos consolidados a otro PP¹⁰. Por lo tanto, y desde la perspectiva de la regulación de los PyFP y su manifestación en los PP de Empleo, el horizonte temporal de las inversiones canalizadas en estos FP se ratifica en el largo plazo.

La Comisión de Control y la Entidad Gestora del FP que integra el PP de la modalidad de Empleo deberán definir, en términos generales y según lo analizado anteriormente, un horizonte planificador a largo plazo para las inversiones. No obstante, el horizonte temporal de la inversión tomará diferente dimensión según la modalidad de PP de Empleo de que se trate.

En los PP de Empleo de Prestación Definida la prestación a recibir por el beneficiario está garantizada por el empresario¹¹. Como ya expusimos¹², en esta modalidad de PP un actuario revisará periódicamente el valor de las inversiones del FP –valor de mercado– y el valor de las prestaciones garantizadas por el PP –

⁹ Cfr. Apartados 4.3.1.– Liquidez, 4.3.2.– Movilización de los derechos económicos del partícipe, 5.2.– Liquidez y 5.3.– Movilización de los derechos económicos del partícipe.

¹⁰ En los PP de la modalidad de Empleo los derechos consolidados del trabajador se podrán movilizar a la finalización del contrato o bien a la extinción del contrato de trabajo.

¹¹ Al menos parcialmente, Cfr. Apartado 2.4.2.– Aportaciones y contribuciones a un Plan de Pensiones y 5.3.– Movilización de los derechos económicos del partícipe.

¹² Apartado 2.3.– Personas que intervienen en un Plan de Pensiones.

calculadas de conforme a la Base Técnica del PP–, deducido el valor de las aportaciones y/o contribuciones futuras.

Cuando de esta valoración se concluye la existencia de un superávit, se deduce que la constitución de los fondos necesarios para hacer frente a las prestaciones futuras se está realizando conforme a lo definido en el Plan. Sin embargo, de la valoración se puede derivar un déficit resultado de desviaciones negativas en el comportamiento real de las variables económicas, financieras y demográficas con respecto al previsto. Cuando esto ocurre, el empresario¹³ se verá obligado a realizar una contribución extraordinaria o adicional al objeto de equiparar el valor de los fondos constituidos a los derechos reconocidos a esa fecha. Este déficit puede ser periodificado y diferido por lo que el efecto sobre la economía del empresario no tiene por qué ser nulo, incluso puede ser anulado si durante ese periodo la diferencia entre la valoración de las inversiones y las prestaciones origina un superávit en el FP¹⁴.

Consecuentemente, la volatilidad de la diferencia entre el valor de mercado de las inversiones y el valor actual de las prestaciones toma un segundo plano en la gestión de esta modalidad de PP de Empleo, justificando la gestión del FP bajo las pautas de un horizonte temporal a muy largo plazo.

¹³ En los términos recogidos en las especificaciones del Plan.

¹⁴ *Cfr.* Apartado quinto de la Orden de 21 de julio de 1990 sobre normas actuariales aplicables a los Planes de Pensiones, BOE núm. 189, de 8 de agosto, modificado parcialmente por el el Real Decreto 1589/1999 y la Resolución de 31 de octubre de 2000 de la entonces Dirección General de Seguros.

En los PP de Empleo de Aportación Definida, en cambio, la prestación no está garantizada o definida al ser función directa de las aportaciones y/o contribuciones realizadas por el partícipe y el promotor así como del rendimiento de las mismas. Por lo tanto, las prestaciones de esta modalidad de Planes son tan volátiles como las inversiones del FP, lo que puede justificar que el horizonte temporal de las inversiones del FP, aunque a largo plazo, tienda a ser inferior al que en su caso sería de esperar para los PP de Prestación Definida, al objeto de reducir la volatilidad de las inversiones –y de las prestaciones– que se devengan en el corto plazo¹⁵.

En términos generales, por lo tanto, el horizonte temporal de las inversiones de los FP es a muy largo plazo, matizado por la modalidad de PP de que se trate. Además de esto, la Comisión de Control del FP y la Entidad Gestora valorarán las características del colectivo de partícipes y/o beneficiarios del Plan así como la distribución del patrimonio –importe de los derechos consolidados acumulados– por edad, al objeto de perfilar el horizonte temporal de las inversiones de ese FP en concreto, tal como analizaremos en el apartado 6.3.1.2.– Características del colectivo.

6.2.2.– Diversificación

¹⁵ Teniendo en cuenta esto, los FP que integren PP Individuales acusarán un horizonte temporal menor para sus inversiones al ser PP de Aportación Definida y existir mayores posibilidades de movilizar los derechos consolidados.

Los FP invierten en activos, títulos financieros habitualmente¹⁶, para rentabilizar las aportaciones y/o contribuciones realizadas –PP de Aportación Definida– o bien para hacer frente a las prestaciones previamente determinadas –PP de Prestación Definida–.

Cada título financiero reporta al FP un rendimiento –por los intereses, dividendos, primas, etcétera, así como por la evolución del precio de mercado del título, debido a que éste es el criterio de valoración de las inversiones de los FP en España– y un riesgo –por la volatilidad en el rendimiento de la inversión–. El rendimiento y la volatilidad del FP, como ya analizamos se obtienen a partir de la evolución del Valor de la Unidad de Cuenta del Fondo¹⁷.

Los FP invierten las aportaciones y contribuciones del partícipe y del promotor de acuerdo a unos criterios que ya fueron analizados¹⁸ y cuyo objeto principal era promover la seguridad, rentabilidad, diversificación y liquidez de las inversiones. Más allá de éstas restricciones, los FP Españoles pueden invertir en cualquier título financiero, nacional o extranjero, lo que abre la posibilidad a la diversificación de sus carteras¹⁹.

El grado de diversificación de la cartera de los FP en España, es decir, el porcentaje a invertir en renta fija, renta variable y liquidez, los sectores, los mer-

¹⁶ *Cfr.* Figuras 3.10.– Composición de la cartera de inversiones de un Fondo de Pensiones y 3.11.–Inversiones de los Fondos de Pensiones en 1999.

¹⁷ *Cfr.* Apartado 3.8.– Rentabilidad de un Fondo de Pensiones.

¹⁸ *Cfr.* Apartado 3.5.2.– Composición de la cartera de inversiones de un Fondo de Pensiones.

¹⁹ *Cfr.* Figura 3.10.– Composición de la cartera de inversiones de un Fondo de Pensiones.

cados –doméstico o internacional– es una decisión que corresponde a la Comisión de Control. Es por ello que, antes de decidir la política inversora, la Comisión de Control deberá analizar los beneficios e inconvenientes de la diversificación en el rendimiento y riesgo del Fondo que administra y controla.

En este apartado presentaremos los factores más importantes a valorar por la Comisión de Control del Fondo al decidir el grado de diversificación de la cartera. Para ello, analizaremos en primer lugar la trayectoria que en este sentido han seguido los países con una mayor experiencia para, posteriormente, detenernos en el caso español²⁰.

Uno de los aspectos que motivan la mayor o menor propensión a la diversificación de las inversiones de un FP es la normativa que regula su funcionamiento.

Los activos de los FP representan una parte muy importante del ahorro a muy largo plazo de un país²¹. Por ello, algunos Estados restringen o promueven la inversión en determinado tipo de títulos, nacionales e internacionales, al objeto de favorecer el desarrollo de determinado sector o de la economía en general.

²⁰ Seguiremos este esquema dado el escaso número de trabajos que abordan éste área para los FP en España.

²¹ *Cfr.* Davis, E. P., *op. cit.*, págs. 54 y 55, OCDE, (1997), *op. cit.*, pág. 28 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, pág. 4.

En la Figura 6.4 se recogen las restricciones a la inversión de los FP en la Unión Europea, Estados Unidos y Japón en 1998, y la inversión en cada tipo de activo a nivel nacional e internacional. En el citado cuadro observamos que algunos países promueven la inversión nacional en renta fija con porcentajes mínimos por ejemplo, el 45% en Alemania, 15% en Bélgica, etcétera. En otros países, en cambio, la inversión en renta variable nacional se restringe a un máximo que oscila entre el 30% de Alemania y Japón al 70% de Portugal. En otros casos – Alemania, Holanda, y Japón– se impulsa la inversión nacional definiendo los porcentajes máximos de inversión extranjera²².

Figura 6.4.– Inversiones de los Fondos de Pensiones en Europa, Estados Unidos y Japón en 1998

	<i>Deuda Pública Renta Fija</i>		<i>Renta Variable</i>		<i>Activos Extranjeros</i>		<i>Liquidez</i>		<i>Inmuebles</i>	
	Mínimo	Real	Máximo	Real	Máximo	Real	Mínimo	Real	Máximo	Real
– Alemania	45(*)	75	30 UE	11	12– 20	7	–	3	25UE	12
– Francia	50 UE	39	–	14	–	5	–	40	–	7
– Reino Unido	–	11	–	70	–	30	–	3	–	6
– España	–	60	–	15	–	9	1	10	–	1
– Italia	–	72	–	14	–	5	–	5	–	10
– Holanda	–	58	–	30	-10	25	–	2	–	10
– Bélgica	15	47	65 OCDE	36	–	–	3	10	–	7
– Dinamarca	40(*)	65	40	14–22	–	7	–	2	20	9
– Portugal	30	57	70(*)	3–18	40	13	–	25–19	50	1
– EEUU	–	36	–	52	–	10	–	8	–	4
– Japón	50	63	30	29	30	N.D	–	5	20	3

Nota: Los datos están expresados en %.

²² Las causas de las restricciones a la inversión de los FP son analizadas con detalle por Davis, E. P., *op. cit.*, págs. 127–144.

(*)Porcentajes deducidos por diferencias.

Datos redondeados a título ilustrativo.

Comentario: En el análisis del cuadro anterior hemos podido observar como la suma de los porcentajes es superior al 100% mientras que en otros casos no alcanza esa cifra.

Fuente: García de Quevedo Ruiz, J. C. y Plaza Salazar, J. R., *op. cit.*, pág. 55, basado en: Comunicación de la Comisión de la Unión Europea, 1999, *Hacia un mercado único de los sistemas complementarios de pensiones. Resultados de la consulta entorno al Libro Verde, Pension Fund Investment in Europe*, Harrison FT, William Mercer, *European Pension Fund Managers Guide 1997–1998*, Intersec y OCDE.

La figura anterior ilustra la libertad de inversión de los FP en Estados Unidos, Reino Unido e Italia, países más desarrollados en sistemas de previsión privada. Por su lado, en España tampoco se limita la inversión en renta fija o renta variable si bien deben mantener un 1% como mínimo en liquidez.

Un reciente estudio de la OCDE²³ concluye que los países con restricciones cuantitativas a la inversión de los FP invierten mayores porcentajes en renta fija y obtienen una rentabilidad inferior a la de aquéllos FP de países donde las inversiones se guían por el principio del “hombre prudente” e invierten mayores porcentajes en renta variable²⁴. La diferencia de rentabilidad entre los dos tipos

²³ OCDE, (1997), *Ageing Populations and the Role of the Financial System in the Provision of Retirement Income in the OECD Area*, Documento DAFPE/CMF/AS (97)I, pág. 28.

²⁴ El estudio realizado para las carteras de los FP se basa en la Teoría de Carteras que elaboró Harry Markowitz en 1952 en el artículo “Portfolio selection” publicado en *Journal of Finance*, marzo, págs. 77–91, posteriormente plasmado en 1959 en la obra *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, Ed. John Wiley & Sons, Nueva York. En este modelo se supone que el decisor, en nuestro caso la Comisión de Control del Fondo, procura maximizar la rentabilidad de la cartera para un nivel de riesgo dado o minimizar el riesgo para una rentabilidad asumida.

Uno de los problemas que presentaba el modelo de Markowitz fue el fuerte componente matemático que requería así como el gran número de estimaciones a realizar con el coste que ello implicaba. En este sentido William F. Sharpe, en 1963 publicó el artículo “A simplified model for portfolio analysis” en *Management Science*, enero, págs. 277–293.

La simplificación elaborada por Sharpe sobre el modelo de Markowitz sirvió para desarrollar una teoría del equilibrio en el mercado de capitales. El modelo que define esta relación entre la rentabilidad y el riesgo de equilibrio se conoce como Capital Asset Pricing Model (CAPM). Sobre el CAPM y el concepto de cartera eficiente para explicar el equilibrio de mercado ver Sharpe, W. F., (1964), “Capital Asset Prices: A theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk”, *Journal of Finance*, septiembre,

de sistemas entre 1984 y 1996 fue del 4,7% anual acumulativo. Esto se debe, principalmente, a que la rentabilidad de la renta variable es siempre superior a la de la renta fija en el largo plazo. Por ejemplo, en la Figura 6.5 se ilustra este efecto en Estados Unidos, Reino Unido y Alemania que cuentan con unos de los mercados financieros más desarrollados.

Figura 6.5.– Rentabilidad real media (desviación) de las acciones, bonos y liquidez en Estados Unidos, Reino Unido y Alemania entre 1967 y 1990

	Estados Unidos	Reino Unido	Alemania
Acciones	4,7 (14,4)	8,1 (20,3)	9,5 (20,3)
Bonos	-0,5 (14,3)	-0,5 (13,0)	2,7 (14,9)
Liquidez	2,0 (2,5)	1,7 (4,9)	3,1 (2,1)
Inflación (IPC)	5,8 (3,0)	8,9 (5,3)	3,5 (2,1)

Fuente: Davis, E. P., *op. cit.*, pág. 133.

En la Figura anterior se observa también que la renta variable es más volátil, es decir, arriesgada que la renta fija²⁵. En este sentido parece que la inversión en renta variable es inapropiada para los FP, cuyas inversiones se deben guiar por los principios de prudencia y seguridad.

págs. 425–442, Lintner, J., (1965), “Security prices, risk and maximal gains from diversification”, *Journal of Finance*, diciembre, págs. 587–615, Mossin, J., (1966), “Equilibrium in a capital asset market”, *Econometrica*, octubre, nº 41, págs. 768–783. Una exposición amplia de esta problemática se encuentra en Soldevilla García, E., (1982), “El coeficiente beta en el análisis de cartera: su alcance y significado”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XI, nº 38 y 39, mayo–diciembre, págs. 315–370.

²⁵ *Cfr.* 3.9.1.– Riesgo del patrimonio de un Fondo de Pensiones.

Aunque son diversos los estudios sobre la conveniencia de formar patrimonios diversificados²⁶, en el campo de los FP es de obligada referencia el realizado por la Comisión Europea²⁷ que propone y difunde que los FP diversifiquen sus inversiones en renta variable, renta fija y liquidez ya que estas carteras tienen menor riesgo y mayor rentabilidad que las invertidas exclusivamente en renta fija o en renta variable.

Este informe²⁸ muestra que para periodos superiores a 10 años, la cartera compuesta por acciones en un 100% mostró igual volatilidad –esto es, igual grado de seguridad– que otra cartera compuesta por bonos en un 100%. Sin embargo, el rendimiento de las acciones fue, aproximadamente, un 7%, frente a los bonos, que registraron un rendimiento que osciló entre el 3 y el 4%. El diferencial anual del 3% es importante al tratarse de inversiones con un horizonte temporal vinculado a la vida laboral. Por lo tanto, el mínimo de riesgo de la cartera de inversiones de un FP se presenta con el menor grado posible de volatilidad de la misma, que podría haberse obtenido con la mejor combinación posible de acciones.

²⁶ Markowitz, H., (1952), *op. cit.*, Markowitz, H., (1959), *op. cit.*, Sharpe, W. F., (1963), *op. cit.*, Sharpe, W. F., (1964), *op. cit.*

²⁷ Comunicación de la Comisión: Hacia un mercado único de los sistemas complementarios de pensiones. Resultados de la consulta en torno al Libro Verde sobre los Sistemas Complementarios de Pensiones en el Mercado Único, págs. 20–22 y Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo COM(2000) 507final, *op. cit.*, pág. 3.

²⁸ Este informe se basa en la obra de Siegel, J. L., *op. cit.*, págs. 296–309.

Por otro lado, un reciente trabajo presentado por Booth y Yakoubov²⁹ analiza la importancia de la diversificación en los FP de PP de Prestación Definida cuyos partícipes están próximos a la jubilación. En el estudio se presentan diferentes modalidades de prestaciones para cada una de las cuales se proponen distintas políticas de inversiones con posiciones en bonos, bonos indexados, renta variable y liquidez distintas. En el artículo analizan los resultados obtenidos, desde una óptica retrospectiva y prospectiva³⁰, para diferentes periodos de tiempo que oscilan entre los 3 y los 10 años y concluyen, que la mejor opción pasa por la inversión diversificada, aún en los años previos a la actualización de la contingencia.

De esta forma y teniendo en cuenta la experiencia de los FP en otros países, las Comisiones de Control de los FP españoles deberían proponer a la Entidad Gestora la diversificación en dos sentidos:

- Diversificación entre las diferentes clases de activos.
- Diversificación dentro de cada clase de activo.

No obstante, el porcentaje a invertir en cada activo se debería definir en función de las características del colectivo de partícipes del PP –edad, población,

²⁹ Booth, P. y Yakoubov, Y., (2000), “Investment policy for defined–contribucion pension scheme members close to retirement: An analysis of the “lifestyle” concept”, North American Actuarial Journal, vol. 4, nº 2, págs. 1–19.

³⁰ Emplean el modelo de Wilkie. Cfr. Wilkie, A. D., (1995), “More on stochastic investment model for Actuarial use”, British Actuarial Journal 1, nº 5, págs. 377–403.

derechos consolidados por edades, etcétera–, régimen de aportaciones, régimen de prestaciones –constantes, variables con el Índice de Preciso al Consumo, relacionado con el salario, los años de servicio en la empresa, etcétera– y la propensión al riesgo de la Comisión de Control. En este proceso será también importante considerar aspectos como el volumen de patrimonio acumulado por el Fondo y la experiencia de la Entidad Gestora al respecto.

6.2.3.– Oportunidades de mercado

La gestión eficaz de los FP está supeditada al funcionamiento y evolución de los mercados financieros. Esto es debido a que los FP canalizan flujos de entrada y de salida³¹ que originan la inversión y/o el reembolso de títulos a precio³² de mercado³³. Además, la regulación de PyFP obliga a valorar las inversiones del FP a precios de mercado por lo que el rendimiento dependerá en gran medida de la evolución de los mercados financieros.

³¹ En el apartado de flujos de entrada se incluyen las aportaciones, contribuciones y rendimientos de las inversiones del Fondo, en el de flujos de salida están los pagos por prestaciones, movilización de derechos consolidados y los gastos de funcionamiento del Plan y del Fondo.

³² Sobre los efectos que las inversiones del patrimonio de los FP tienen sobre los mercados financieros y su desarrollo *Cfr.* Ambachtsheer, K. P. y Ezra, D., *op. cit.*, pág. 228, Guerrero Casas, F. M. y Lucas León, G., (1995), “Planes de Pensiones, actividad económica y mercado de trabajo”, Temas Laborales, vol. 35, págs. 101–113, Montllor Serrants, J. y Tarrazón Rodón, M. A., (1998), “Planes, Fondos de Pensiones, ahorro e inversión de las familias españolas”, Papeles de Economía Española, vol. 77, págs. 201–222 y Ramos Gascón, F. J., (1984), “Los Fondos de Pensiones en el mercado de capitales”, *AAVV Seminario sobre Fondos de Pensiones*, “Colección Temas Monográficos”, Documentos Bolsa de Madrid, págs. 191–201.

³³ Los FP pueden canalizar su patrimonio en otro tipo de soportes además de los títulos financieros, por ejemplo en inmuebles. Sin embargo, y tal como se expuso en el apartado 3.5.2.–

En este sentido, y antes de iniciar el proceso de gestión de un FP la Comisión de Control y la Entidad Gestora deberán valorar el grado de eficiencia del mercado. Es decir, analizar la posibilidad de incrementar el rendimiento de la cartera del Fondo, para un mismo nivel de riesgo o bien de disminuir el riesgo para un rendimiento de cartera determinado, por medio de la variación a lo largo del tiempo de la asignación de fondos a través de diferentes activos, es decir, de la variación del “*asset allocation*”. Posteriormente, habrán de tener en cuenta el resultado final de esta operativa al objeto de evaluar la oportunidad de su inserción dentro del proceso de gestión del patrimonio acumulado por el Fondo.

Para analizar el alcance y utilidad de las oportunidades del mercado, sincronización o *timing market*, para los FP españoles investigaremos los fundamentos de esta operativa, la experiencia que ha tenido en países con mercados más desarrollados, para por último sintetizar el alcance de esta medida para el caso que nos ocupa.

Las oportunidades de mercado, también conocidas como previsiones macroeconómicas, implican según Gordon y Sharpe³⁴ la estimación de los futuros movimientos de los precios de las acciones en relación a los de la renta fija, normalmente privada. A partir de esta información el gestor aprovecha las oportunidades del mercado vía incremento o disminución del porcentaje invertido en un

Composición de la cartera de inversiones de un Fondo de Pensiones, esta modalidad de inversión cuenta con una escasa presencia entre los FP españoles.

³⁴ Gordon, J. A. y Sharpe, W. F., *op. cit.*, pág. 10.

título financiero al objeto de aumentar el rendimiento y/o reducir el riesgo de la cartera³⁵.

La idea que subyace de la puesta en práctica de esta técnica es que en el mercado existe una amplia gama de títulos financieros –acciones, bonos, letras, etcétera– cuyo valor de cotización y/o rendimiento es volátil, es decir, variable. Si el gestor fuera capaz de predecir con certeza la evolución del rendimiento de un título –vía cotización del principal, dividendos, etcétera– podría discriminar los periodos alcistas de los bajistas³⁶. En este camino, el gestor procedería a la compra de aquéllos títulos infravalorados por el mercado y los vendería en mercados con niveles máximos. Si efectivamente logra moverse entre mínimos para compras y máximos para las ventas, el rendimiento de la inversión aumentaría de una forma importante.

El análisis de la utilidad de las oportunidades de mercado en la gestión de carteras ha sido objeto de multitud de estudios, sobre todo, en Estados Unidos y Reino Unido, debido a la existencia de mayores series históricas en sus mercados financieros³⁷.

³⁵ Brinson, G. P., Hood, L. R. y Beebower, G. L., (1986), “Determinants of portfolio performance”, Financial Analysts Journal, julio–agosto, pág. 40.

³⁶ Sobre la evolución futura del mercado y las posibilidades de anticiparse *Cfr.* Gordon, G. J. y Sharpe, W. F., *op. cit.*, págs. 405–409, Treynor, J. L. y Mazuy, K. K., (1966), “Can Mutual Funds Outguess the Market?”, Harvard Business Review, Julio–Agosto, págs. 131–136, Admati, A. R., Bhattacharya, S., Pfleiderer, P. y Ross, S. A., (1986), “On timing and selecting”, The Journal of Finance, julio, págs. 715–730 y Henriksson, R. D. y Merton, R. C., (1981), “On Market Timing and Investment Performance II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills”, The Journal of Business, octubre, vol. 54, nº 4, págs. 513–533.

³⁷ En ambos casos es posible analizar la evolución de los mercados desde 1920, al menos.

Gibson³⁸ analiza esta práctica y concluye que, aunque deseable por los inversores, el gestor no puede predecir con total certeza los movimientos del mercado, al igual que tampoco puede aprovecharlos en su integridad. Por lo tanto, descarta la persistente efectividad de esta técnica en el incremento del rendimiento y/o reducción el riesgo de la cartera, a partir de los movimientos del mercado.

Reconoce que inversores o ahorradores creen que es posible debido a que identifican el análisis del rendimiento y su evolución en el pasado, por ejemplo de las acciones, con lo que va a ocurrir en el futuro e, implícitamente, con la esperanza de poder aprovechar en esas condiciones las oportunidades del mercado. Sin embargo, aunque aparentemente se presente como una variable cierta, la evolución futura del mercado o de un título, incluyendo tanto periodos de alza y de caída, es aleatoria, y por lo tanto estimada. Además, en un mercado eficiente el precio actual de un título refleja la información conocida o pública, así como el consenso a cerca de expectativas de lo desconocido. Así, cuando el mercado se mueve, esto es debido a nueva información relevante para la valoración del título, la cual no era pública o conocida con anterioridad³⁹.

³⁸ Gibson, R. C., *op. cit.*, pág. 72.

³⁹ Soldevilla García, E., (1990), *op. cit.*, págs. 329–391, analiza la eficiencia de los mercados y las hipótesis del mercado eficiente.

En este sentido Bodie, Kane y Marcus, definen tres versiones en relación al grado de eficiencia del mercado en función de la información que se estima se dispone.

- Weak–form: el precio de los títulos refleja toda la información relativa a la evolución de su precio, volumen de negociación, y tipos de interés a corto plazo.
- Semistrong–form: el precio además refleja toda la información pública por ejemplo relativa a los productos de la empresa, la calidad de la gestión, etcétera.
- Strong–form: el precio refleja toda la información relevante de la empresa, incluso la información disponible únicamente por profesionales de la empresa.

Cfr. Bodie, Z., Kane, A. y Marcus, A. J., *op. cit.*, pág. 341 y Ambachtsheer, K. P. y Erza, D. D., *op. cit.*, págs. 54 y 55.

Sharpe⁴⁰, por su lado, estudió desde una perspectiva diferente la gestión de carteras y la viabilidad del beneficio o utilidad de las oportunidades del mercado. Este autor defiende que el gestor que pretende aprovechar las oportunidades del mercado debe acertar tres de cada cuatro veces la evolución futura del mercado⁴¹, por lo menos, si quiere evitar obtener rendimientos inferiores a los de otros gestores. Hay dos razones que lo justifican.

En primer lugar, el gestor que opera bajo esta técnica debe disponer de una parte de sus fondos en liquidez al objeto de poder entrar en el mercado cuando se presenta la oportunidad⁴². Esto ocurrirá también cuando el mercado sea alcista lo que supone perder los altos rendimientos propios de este tipo de mercados.

Por otro lado, la propia dinámica de esta práctica conlleva unos costes de transacción por la compra y venta de títulos, lo que merma el beneficio de la operación, pudiendo llegar incluso a hacerla no rentable. En ese sentido añade que *”para alcanzar un beneficio de alrededor de un 4%, más o menos, por las oport-*

⁴⁰ Sharpe, W. F., (1975), “Likely gains from market timing”, Financial Analyst Journal, vol. 31, marzo-abril, págs. 60–69.

En este trabajo Sharpe analiza el rendimiento de los activos líquidos, las acciones y una política inversora con un aprovechamiento perfecto de las oportunidades del mercado entre 1929 y 1972 en Estados Unidos.

Sobre este aspecto *Cfr.* también Sharpe, W. F., (1991), “The arithmetic of active management”, Financial Analysts Journal, enero-febrero, pág. 7 y 8 y Sharpe, W. F., (1987), “Integrated asset allocation”, Financial Analysts Journal, septiembre-octubre, págs. 25–32.

⁴¹ Sharpe, W. F., (1975), *op. cit.*, pág. 67.

⁴² Este es uno de los problemas que afecta a la gestión de los FP en EEUU. Según datos de la Reserva Federal durante la década de los 90, los FP mantienen en activos líquidos más del 10%, llegando al 15% en algunos casos.

Cfr. Arnott, R. D., “Managing the Asset Mix: Decisions and Consequences”, AAVV Fabozzi, F. J., (1990), *Pension Fund Investment management*, Ed. McGraw-Hill, Londres, pág. 67 y 69.

tunidades del mercado el gestor debe hacer unas previsiones que sean una verdadera profecía”.

Un estudio realizado por Jeffrey⁴³ concluye que “*nadie puede predecir las subidas y bajadas del mercado durante un largo periodo de tiempo, y el riesgo de intentarlo tiene más peso que las recompensas*”. Además presenta otro problema inherente a las oportunidades de mercado: un porcentaje muy grande de las ganancias en los mercados alcistas se presentan en periodos muy breves de tiempo, al comienzo de la recuperación del mercado. Si el gestor mantiene su posición en liquidez durante parte de este periodo, perderá una gran parte de los beneficios de la operación. Posteriormente, estos resultados han sido ratificados por Coggin, Fabozzi y Rahman⁴⁴ y Joao⁴⁵.

El profesor Fernández Valbuena⁴⁶ analizó las oportunidades del mercado para el caso de la Bolsa de Madrid para lo cual estimó el coste de estar fuera, es decir, el coste en el que incurriría el gestor si en el intento de aprovechar los momentos mejores, o lo que es lo mismo, de prevenir los desastres financieros, se equivoca y pierde una subida importante.

⁴³ Jeffrey, R. H., (1984), “The folly of stock market timing”, Harvard Business Review, julio-agosto, págs. 107 y 108.

⁴⁴ Coggin, T. D., Fabozzi, F. J. y Rahman, S., (1993), “The investment performance U.S. Equity Pension Fund Mangers: An empirical investigation”, Journal of Finance, nº 3, julio, págs. 1039–1055.

⁴⁵ Joao, M., (1997), “The performance of external Pension Fund Management Companies in south Africa”, Journal of Studies in Economics and Econometrics, vol. 21, nº 3, págs. 47–66.

⁴⁶ Fernández Valbuena, S., (1998), *Cómo reducir el riesgo de sus inversiones*, “Colección Manuales del Inversión y Capital”, Inesor Editores, Madrid, págs. 101–104.

El resultado se muestra en la Figura 6.6 y recoge la rentabilidad que habría obtenido el inversor en la Bolsa de Madrid si reinvertiera los dividendos que pagan las acciones en cuatro hipótesis distintas. Una, la que está invertido en el Índice de la Bolsa de Madrid durante todo el periodo. La segunda y la tercera muestran la rentabilidad que habría obtenido si, en su afán de evitar desastres y correcciones hubiera perdido sólo los meses mejores, aquéllos en que la Bolsa subió un 15% o más en un solo mes –segunda hipótesis– o el 10% o más –tercera hipótesis–. La cuarta hipótesis considera que el inversor es tan audaz que consigue estar en la Bolsa sólo los meses en los que la rentabilidad es positiva estando fuera con una rentabilidad nula los meses que la Bolsa baja.

Figura 6.6.– Rentabilidad de una inversión en el Índice total largo de la Bolsa de Madrid en cuatro supuestos entre 1980 y 1996

	Rentabilidad mensual en % *	Rentabilidad anual en % *
Índice total a largo	1,62	21,25
Menos meses subida > 15%	0,90	11,29
Menos meses subida > 10%	0,44	5,41
Con “market timing” perfecto	3,21	46,05

* Rentabilidades sin gastos de transacción ni impuestos

Fuente: Fernández Valbuena, S., *op. cit.*, Madrid, pág. 102.

El periodo analizado fue de 1980 a 1996 que cubre 203 meses. De ellos, 126 (62%) han sido alcistas, pero sólo cuatro han registrado una subida de la Bolsa del 15% o más (1,6%) mientras que 19 han registrado una subida del 10% o más (9,4%).

En términos anuales, invertir los dividendos de las acciones en el Índice hubiera derivado una rentabilidad del 21,25% en términos nominales. Si se hubieran perdido sólo los cuatro meses de mayores subidas la rentabilidad media anual que habría obtenido hubiera sido del 11,29%. Por lo tanto, casi el 50% de la rentabilidad media anual se ha concentrado en cuatro meses. Si se hubiera perdido los 19 mejores meses, la rentabilidad media anual obtenida habría sido del 5,41%, o lo que es lo mismo, el 10% de los meses concentra el 80% de la rentabilidad.

A pesar de que estos resultados tienen sólo validez para la etapa y el mercado que se refieren, ilustran que el momento de fuertes alzas en el mercado se produce de una forma puntual. Esto dificulta que se pueda lograr fácilmente la presencia en el mercado con el fin de optimizar la rentabilidad de la cartera. No obstante, algunos gestores consideran que la recompensa es demasiado elevada para no intentarlo –para el periodo analizado ésta era del 46,05%–.

La utilidad de las oportunidades del mercado ha sido objeto de estudio también para el caso particular de los FP. Estos estudios proceden en su mayoría de Estados Unidos debido al extraordinario desarrollo de su mercado financiero y a la dilatada experiencia que cuentan los FP.

Por un lado, Brinson, Singer y Beebower⁴⁷ tomaron en 1986 una muestra de 91 PP de Empleo grandes en Estados Unidos al objeto de analizar, entre otras, la importancia de las oportunidades del mercado en el cómputo del rendimiento

obtenido por los FP. Para ello elaboraron previamente un modelo que permitía distribuir el rendimiento total del Fondo entre la política inversora, las oportunidades del mercado y la selección de activos. El resultado del estudio fue el que se recoge en la Figura 6.7.

Figura 6.7.– Rendimientos anualizados de 91 Planes de Pensiones entre 1974 y 1983 en Estados Unidos

Rendimiento Total de la Cartera	Rendimiento medio**	Rendimiento mínimo**	Rendimiento máximo**	Desviación standard**
Política de inversiones*	10,11	9,47	10,57	0,22
Política de inversiones y Oportunidades del mercado	9,44	7,25	10,34	0,52
Diferencial por las Oportunidades del mercado	- 0,66	2,68	0,25	0,49

* La política de inversiones del FP la define el *sponsor* –promotor– del PP y recoge la distribución o porcentaje de patrimonio a invertir en cada tipo de título o activo. Define las pautas de inversión del FP a largo plazo.

** Datos en tanto por ciento.

Fuente: Elaboración propia a partir de los resultados del estudio de Brinson, G. P., Hood L. R. y Beebower G. L., *op. cit.*, pág. 43.

La Figura 6.7 ilustra que las oportunidades del mercado restaron rendimiento a los resultados de la política inversora definida inicialmente por el FP. En concreto, muestra que el intento de incrementar el rendimiento variando el porcentaje de cada activo en la cartera en función de las expectativas del mercado, redujo el rendimiento de la cartera de un 10,11% a un 9,44%, es decir, de un 0,66%. En 1991 publicaron⁴⁸ los resultados de un estudio similar para lo cual to-

⁴⁷ Brinson, G. P., Hood, L. R. y Beebower, G. L., *op.cit.*, 39–44.

⁴⁸ Brinson, G. P., Singer, B. D. y Beebower, G. L., (1991), “Determinants of portfolio performance II: An update”, *Financial Analysts Journal*, mayo–junio, pág. 44.

maron una muestra de 82 PP para el periodo comprendido entre diciembre de 1977 y diciembre de 1987. Los resultados vinieron a confirmar los obtenidos en el análisis previo. En esta ocasión, las oportunidades del mercado derivaron en la disminución del rendimiento del 13,49% al 13,23%.

Ellis⁴⁹ también analizó la utilidad de esta técnica en la gestión de los FP así como su influencia sobre el rendimiento. En esta ocasión examinó la evolución del rendimiento de 100 FP grandes⁵⁰ entre 1979 y 1984. El estudio confirmó el escaso valor añadido en la gestión de FP de las oportunidades del mercado, es decir de modificar la política de inversiones inicialmente definida, en función de las expectativas sobre un título en concreto o sobre el mercado. En este sentido señalaba que *“la experiencia de los FP en relación a las oportunidades del mercado fue que mientras todos los Fondos se habían dedicado a aprovechar las oportunidades del mercado, ninguno de ellos había conseguido mejorar el rendimiento del Fondo como resultado de esa práctica. De hecho, el 89% logró resultados negativos –perdieron una media del 4,5%–”*.

Más recientemente, y siguiendo la línea de los estudios de Brinson, Hood, Beebower y Singer anteriormente citados, Blake, Lehmann y Timmermann⁵¹ analizaron la importancia de las oportunidades del mercado en los FP en Reino Uni-

⁴⁹ Ellis, Ch. D., (1993), *Investment Policy. How to Win The Loser's Game*, (2nd Ed.), Ed. Dow Jones–Irwin, Illinois, pág. 13.

⁵⁰ En la publicación no se describen las características de los FP que han sido objeto de análisis.

⁵¹ Blake, D., Lehmann, B. N. y Timmermann, A., (1999), “Asset allocation dynamics and pension fund performance”, *The Journal of Business*, vol. 72, nº 4, pág. 429–461.

do⁵². Para ello tomaron la política de inversiones y el rendimiento de las inversiones⁵³ de 306 FP entre 1986 y 1994 concluyendo que “*el rendimiento medio de la variación en la asignación de fondos entre los activos a lo largo del tiempo derivó en la disminución del rendimiento de la cartera entre el 0,37 y el 0,07*”⁵⁴.

Por otro lado, Ambachtsheer y Ezra⁵⁵ analizaron distintos aspectos relacionados con las decisiones financieras en los FP en Estados Unidos y Reino Unido. En este sentido concluyeron la relativa importancia de las oportunidades del mercado en la gestión de los FP⁵⁶. Aunque consideran que un título financiero puede estar temporalmente mal valorado en relación a otro y que estos desajustes pueden ser aprovechados por el gestor en el corto plazo variando la política de inversiones inicial para incrementar el rendimiento, las oportunidades del mercado no son empleadas con asiduidad por los gestores. Este comportamiento se justifica, en su opinión, en la importancia que se confiere en la formación de los

⁵² El estudio anterior fue realizado previamente para los FP de Reino Unido *Cfr.* Blake, D., Lehmann, B. y Timmermann, A., (1998), *Asset allocation dynamics and pension fund performance*, Discussion Paper 295, “Discussion paper series”, Ed. LSE Financial markets group, Londres.

⁵³ Las inversiones de los FP se clasificaron en varias tipologías: acciones de Reino Unido, acciones extranjeras, bonos de Reino Unido, bonos no domésticos, bonos nacionales indexados, liquidez y inmuebles nacionales.

⁵⁴ Blake, D., Lehmann, B. N. y Timmermann, A., (1999), *op. cit.*, pág. 458.

⁵⁵ Ambachtsheer, K. P. y Erza, D. D., *op. cit.*, págs. 46 y 47.

⁵⁶ En este mismo sentido, *Cfr.* Ezra, D. D., Hensel Ch. y Ilkiw, J. H., (1991), “The importance of the Asset Allocation decision”, *Financial Analysts Journal*, julio–agosto, pág. 69. En este trabajo se analizaron las decisiones financieras más importantes en la gestión de los FP así como su repercusión sobre el rendimiento total del Fondo. Elaborado el modelo lo aplicaron a los FP gestionados por siete promotores de Frank Russell Company US. En este trabajo, donde se tuvieron en cuenta los rendimientos trimestrales de estos Fondos entre 1985 y 1988, se concluyó que las oportunidades del mercado redujeron la rentabilidad de la cartera del Fondo que recogía la política inversora de 2,13% a 2,03% como media, con una desviación del 0,57%.

gestores de estos países a la asignación de activos a largo plazo de los FP así como la consideración de que sus mercados son eficientes⁵⁷.

Analizada la relativa importancia que la gestión de los FP en países como EEUU y Reino Unido, con una dilatada experiencia en este sentido, confieren al incremento de su rentabilidad y/o reducción del riesgo a través de las oportunidades del mercado, vamos a profundizar en su posible desarrollo para el caso de los PP de la modalidad de Empleo españoles.

La puesta en práctica de esta técnica en la gestión del FP concierne, si nos remitimos a la normativa que los regula, a la Comisión de Control del Fondo. Sin embargo, la peculiaridad y especificidad del tema deriva en que normalmente ésta sea una decisión que se tome al amparo del consenso entre ésta y la Entidad Gestora, por su lado, Entidad profesional concedora de este tipo de técnicas.

La Entidad Gestora de un FP del sistema de Empleo considera, en cada una de las decisiones relativas al patrimonio, la finalidad de este ahorro así como los principios de los PP. Por un lado, la finalidad es la previsión luego el partícipe, el beneficiario y el promotor del PP no compartirán la implantación continuada de esta técnica debido a que si bien pueden aumentar el rendimiento o reducir el riesgo de la cartera, también pueden mermar rendimientos acumulados con anterioridad o incrementar el riesgo. Al final es el partícipe –PP de Empleo de Aportación Definida– o el empresario –PP de Prestación Definida– el que asume el riesgo de la inversión. Esta característica se refleja también en los criterios que

⁵⁷ Ambachtsheer, K. P. y Erza, D. D., *op. cit.*, págs. 46, 56 y 57.

deberán presidir la gestión de carteras de los FP: seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia de plazos, por lo que es de esperar que las oportunidades del mercado no se empleen de una forma continuada en la gestión de los FP.

Sin embargo, la Entidad Gestora de un FP de la modalidad de Empleo puede emplear las oportunidades del mercado no como una técnica en el largo plazo, es decir, a implantar de forma continua en el tiempo, sino a corto plazo. La Entidad Gestora de este tipo de Fondos puede estimar el momento y el importe de los flujos de entrada. Las oportunidades del mercado pueden ser empleadas en este sentido en el diseño de la cartera del Fondo para tomar posiciones en un título determinado en aquel momento en el que se presente la tendencia más favorable para el Fondo. De igual forma, la Entidad Gestora puede estimar el momento y el importe de los flujos de salida, principalmente por el devengo de las prestaciones con suficiente antelación, por lo que las oportunidades del mercado pueden ser empleadas por el gestor para deshacer la cartera en el momento más adecuado.

Las oportunidades del mercado, para el caso de los FP de la modalidad de Empleo, son de gran utilidad no como técnica para aprovechar diariamente los movimientos del mercado o las injustas valoraciones de los títulos. Las oportunidades de mercado deben ser empleadas en la implantación de la política de inversiones previamente consensuada o propuesta por la Comisión de Control, entrando o saliendo del mercado en el momento más oportuno o beneficioso para el Fondo, es decir, aprovechando la tendencia del mercado y del título, para formar cartera –cuanto se realizan aportaciones– o deshacer cartera –cuando se pagan

las prestaciones—. En este proceso la gestión debe estar presidida en todo momento por la prudencia.

Todo ello, avalado por las experiencias internacionales, implica que ésta no debería ser una práctica habitual o mantenida en el largo plazo. Sin embargo, es coherente su empleo en el corto plazo como un medio de tomar posiciones o vender un título en el momento oportuno, cuando entran aportaciones y/o salen prestaciones, aprovechando la tendencia.

6.2.4.– La selección de activos

Otro aspecto especialmente relevante en la gestión de un FP es el valor añadido de la selección de activos en la consecución de los objetivos de esta modalidad de patrimonios.

La selección de activos es una técnica consistente en buscar el título o títulos concretos más adecuados para el fin que se pretende conseguir. La selección de activos puede llevarse a cabo de forma pasiva, es decir, a través de Fondos de Inversión. Con ello se minimizan los costes de transacción. También cabe la posibilidad de realizar una activa selección títulos en cuyo caso se intenta encontrar los títulos mal valorados y adecuar la cartera hacia aquéllos con buena relación

rentabilidad–riesgo⁵⁸. El último caso implica que el gestor tenga que realizar predicciones de los rendimientos esperados, desviación estándar y las covarianzas de cada una de las inversiones alternativas⁵⁹.

En la práctica, esta técnica no es común por el excesivo costo que conlleva obtener la información anteriormente detallada y por la necesidad de personal que conllevaría el seguimiento de un número excesivo de títulos. En su lugar, la decisión sobre qué títulos adquirir se toma en dos o más fases que pasan por considerar el rendimiento esperado, la desviación estándar y las covarianzas entre todos los títulos en consideración para cada tipo de inversión –renta fija y renta variable principalmente–. A partir de los resultados obtenidos se identifica la cartera óptima.

Desde un punto de vista práctico se han realizado diversos estudios que han venido a suscribir el escaso valor añadido de la selección de activos en la rentabilidad de una cartera.

Por un lado, en el estudio ya citado de Blake, Lehmann y Timmermann⁶⁰ se analizó la contribución de la selección de activos al rendimiento total de la cartera de 306 FP. Para ello, se tomaron los datos mensuales entre 1986 y 1994. En lo que respecta a la selección de activos concluyen que, de media, aporta un

⁵⁸ Gibson, R. G., *op. cit.*, pág. 11.

⁵⁹ Sobre el proceso a seguir en concreto *Cfr.* Sharpe, W. F. y Alexander, G. J., *op. cit.*, págs. 377 y ss. y Bodie, Z., Kane, A. y Marcus, A. J., *op. cit.*, págs. 3 y ss.

⁶⁰ Blake, D., Lehmann, B. N. y Timmermann, A., (1999), *op. cit.*, pág. 429–461.

El estudio anterior fue realizado previamente para los FP de Reino Unido *Cfr.* Blake, D., Lehmann, B. y Timmermann, A., (1998), *op. cit.*

0,32% al rendimiento total del Fondo, aunque más del 80% de los FP tiene resultados negativos en este apartado.

En 1993 Coggin, Fabozzi y Rahman⁶¹ publicaron los resultados de un estudio similar al anterior, aunque de ámbito más reducido al analizar 71 FP americanos que invierten principalmente en renta variable⁶². En cualquiera de los casos, los resultados oscilaban entre el 0,41% y el 1,99% trimestralmente.

Por otro lado, Hensel, Ezra y Ilkiw⁶³ alcanzaron similares conclusiones a partir de los datos trimestrales de siete Fondos americanos de Russell. Para esta muestra el resultado fue de 0,4%.

A pesar de todos los estudios anteriores, los pioneros en la realización de este tipo de análisis fueron Brinson, Singer, Beebower y Hood⁶⁴. En el trabajo publicado 1986 concluyeron que el 4,6% de la variación en el rendimiento se debe a la selección de activos. Los resultados de la muestra tomada entre 1977 y 1987, publicado en 1991, mostraron un resultado muy parecido al citado: 4,2% de la variación total en el rendimiento.

Por lo tanto, y en la línea definida para las oportunidades del mercado, la la Comisión de Control y la Entidad Gestora del FP no deberían centrar su acti-

⁶¹ Coggin, T. D., Fabozzi, F. J. y Rahman, S., *op. cit.*

⁶² Se tomaron datos mensuales de los Fondos entre 1983 y 1990.

⁶³ Hensel, Ch., Ezra, D. D. y Ilkiw, J. H., *op. cit.*, pág. 69.

⁶⁴ Brinson, G. P., Hood, L. R. y Beebower, G. L., *op. cit.*, y Brinson, G. P., Singer, B. D. y Beebower, G. L., *op. cit.*

vidad en exceso en la selección de activos dado su escaso valor añadido en la rentabilidad que se va a obtener y el elevado coste que la operativa conlleva.

6.3.– Propuesta de Modelo de gestión

Tal como ya se expuso anteriormente, en este apartado procederemos a identificar los fundamentos que, en nuestra opinión, deben sustentar la relación entre el partícipe–beneficiario de un PP de Empleo, y la Entidad Gestora⁶², a través de la Comisión de Control del Fondo. Teniendo en cuenta que el ahorro que canalizan los FP es un ahorro finalista, destinado a la previsión social, la primera fase promueve la definición de las necesidades de los partícipes, beneficiarios y promotor del Plan. Esta información sustentará las bases de la gestión del Fondo por lo que será de gran interés para la Entidad Gestora.

6.3.1.– Presentación de datos

⁶² En este apartado interviene también la Entidad Depositaria. No obstante, teniendo en cuenta que en algunas ocasiones acompaña a la Entidad Gestora en sus labores y en otras supervisa su labor hemos decidido obviarla en la exposición para no ser repetitivos en este sentido, a pesar de su participación en este proceso junto a la Entidad Gestora.

6.3.1.1.– *Introducción*

La primera fase del modelo que proponemos en la gestión de los FP que integran PP de la modalidad de Empleo busca recabar la información necesaria al objeto de poder adecuar la futura gestión del patrimonio a sus necesidades.

El modelo de PyFP de la modalidad de Empleo español, como ya expusimos en los capítulos 2 y 3⁶³, insta a la integración de los PP en un FP que debe ser administrado por Entidades profesionales –la Entidad Gestora y la Entidad Depositaria– bajo las pautas que defina la Comisión de Control del FP. La Comisión de Control del FP está, por su lado, integrada por representantes del promotor, partícipes–trabajadores y beneficiarios de los PP integrados en el FP. Según esto, la gestión de un FP será una labor competencia de la Entidad Gestora y Depositaria bajo las pautas y directrices definidas previamente por la Comisión del Control del FP.

Teniendo en cuenta el esquema de funcionamiento del modelo de PyFP español, las reuniones de la Comisión de Control del Fondo y la Gestora no tendrán por objeto el análisis pormenorizado del derecho consolidado, distribución en renta fija y renta variable, perfil de riesgo, futuras entradas y salidas de dinero, para cada partícipe. La Entidad Gestora administra los fondos acumulados

⁶³ *Cfr.* Apartados 2.2.– Concepto y rasgos definitorios de un Plan de Pensiones, 2.7.– Comisión de Control de un Plan de Pensiones: Composición y funciones, 3.2.– Comisión de Control de un Fondo de Pensiones: Composición y funciones, 3.3.– Aspectos relativos a la Entidad Gestora y 3.4.– Aspectos relativos a la Entidad Depositaria.

de una forma conjunta bajo las pautas definidas por la Comisión con el fin de alcanzar unas prestaciones⁶⁴ para la jubilación, invalidez y fallecimiento del partícipe y/o beneficiario. Por lo tanto, la Entidad Gestora analizará la composición del patrimonio a la fecha actual⁶⁵, así como las estimaciones de flujos de caja futuros.

Algunos gestores acostumbran a delegar esta labor de recabar información en terceras personas y se limitan a valorar el documento final, que normalmente suele recogerse en un formulario standard. Según Gibson⁶⁶, esta forma de proceder no es la adecuada. La entrevista cara a cara genera un *feed-back* que ayudará al partícipe, beneficiario y promotor, en nuestro caso, a comprender cómo piensa el gestor y cuáles son los principios que rigen su servicio de asesoramiento.

Este encuentro permite al gestor definir con una mayor precisión la propensión al riesgo actual del partícipe, beneficiario y promotor y las diferencias entre el nivel de riesgo deseado y realmente asumido. En algunas ocasiones, las desviaciones se deben a factores psicológicos y emocionales que no tienen cabida en los citados formularios standard⁶⁷ y que pueden ser aclarados en la entrevista.

⁶⁴ Estas prestaciones objetivo o definidas, tal como se analizará en el apartado 6.3.1.3.– Régimen de prestaciones, aportaciones y distribución de los derechos consolidados.

⁶⁵ Esto sucederá cuando, por ejemplo, el PP moviliza la cuenta de posición de un Fondo a otro. Cfr. Apartado 5.3.– Movilización de los derechos económicos del partícipe.

⁶⁶ Gibson, R. G., *op. cit.*, pág. 191.

⁶⁷ Por ejemplo el caso de un grupo de partícipes, beneficiarios que junto al promotor se manifiestan adversos al riesgo y que sin embargo mantienen una posición en acciones del 75% en el FP. La evidente contradicción tiene su explicación en que más de la mitad de esas acciones se deberían haber vendido para el pago de prestaciones pero no se vendieron debido a que su precio era muy bajo en bolsa. Para poder pagar las prestaciones devengadas la Comisión de Control autorizó la venta de la mayoría de los títulos de renta fija.

En otras ocasiones, no obstante, esas diferencias se justifican por actos impulsivos. En cualquiera de los casos, el gestor puede utilizar el contenido de la entrevista para analizar las causas, los puntos fuertes y débiles de la composición de la cartera actual así como obtener información de referencia para las futuras decisiones.

Igualmente, dado que el negocio de los FP está relacionado con contingencias vinculadas a la edad y estado de salud del partícipe, la Entidad Gestora deberá recabar información sobre las características del colectivo y modalidad de prestaciones reconocidas en el PP.

Por último, la gestión de estos patrimonios colectivos habrá de sustentarse en una política de inversión en función de la posición ante el riesgo de la Comisión de Control. De esta forma, se hace especialmente necesaria la existencia de unas buenas y fluidas relaciones entre este órgano y la Entidad Gestora que, sin lugar a dudas, contribuirán a canalizar las expectativas de los partícipes, beneficiarios y promotores del PP con las diferentes estrategias posibles de gestión hacia el objetivo del FP, es decir, cubrir las necesidades de los partícipes y beneficiarios del PP integrado en el FP.

6.3.1.2.– Características del colectivo

La Entidad Gestora del FP necesita que la Comisión de Control⁶⁸ le informe de las características del colectivo de partícipes y beneficiarios que han suscrito el PP integrado en el FP. Esto se justifica en el carácter finalista del ahorro de los FP y cuya realización –jubilación, invalidez y fallecimiento– es función directa de las características del colectivo de partícipes y/o beneficiario.

En la Figura 6.8 se detalla la relación de datos relativos a las características del colectivo que la Entidad Gestora solicitará⁶⁹ a la Comisión de Control para el adecuado desarrollo de sus funciones⁷⁰.

Figura 6.8.– Información solicitada por la Entidad Gestora

<i>Información general</i>	<ul style="list-style-type: none">• N° de partícipes y beneficiarios• Edad media• Distribución por edades
----------------------------	---

⁶⁸ Esta labor recaerá sobre la Comisión Promotora en los PP de nueva creación. Una vez que el PP esté en marcha la obligación de informar sobre las características y evolución del colectivo será de la Comisión de Control.

⁶⁹ En algunas ocasiones, la Entidad Gestora aprovecha esta información para asesorar al partícipe y al beneficiario del PP en otros aspectos de la economía familiar como, por ejemplo, en préstamos hipotecarios y personales, seguros, anticipos de nóminas, PP Individuales, tarjetas de crédito, etcétera. Estos servicios o productos habitualmente se ofertan en condiciones favorables para los partícipes y beneficiarios. De hecho, entre los parámetros que deben ser considerados por la Comisión Promotora de un PP a la hora de seleccionar la Entidad Gestora se encuentran:

- Gestión financiera: Estructura de las carteras propuestas y rentabilidad obtenida, comisiones de gestión, de depósito y otras comisiones y gastos, retribución de la cuenta corriente y capacidad de análisis.
- Gestión administrativa: Características y experiencia, experiencias que avalan, información y servicios a partícipes y Comisión de Control y software.
- Comercialización: Red de distribución, formación y captación, publicidad y marketing.
- Productos: Oferta amplia de servicios, otros servicios y capacidad técnica.

⁷⁰ Habitualmente se recaba esta información con una periodicidad anual.

<i>Información Individual</i>	<ul style="list-style-type: none">• Fecha de nacimiento• Sexo• Estado civil y fecha de nacimiento del cónyuge• N° de hijos y edad
-------------------------------	--

Fuente: Elaboración propia.

En algunas ocasiones, la Comisión de Control delega en el actuario la labor de informar a la Entidad Gestora de las características del colectivo. Esto se debe principalmente a la existencia de revisiones preceptivas del PP, que emitidas por un actuario, recogen, entre otras, esta información. Adicionalmente, el actuario, podrá adelantar a la Entidad Gestora la evolución previsible del colectivo en los siguientes años a la luz de las tablas biométricas empleadas.

En un PP el colectivo está integrado por partícipes y beneficiarios. Los partícipes de los PP de Empleo son los trabajadores de la empresa o del grupo de empresas⁷¹. Los beneficiarios del Plan, por su lado, son los antiguos partícipes u otras personas⁷² siendo este último caso poco importante, tal como ya se expuso anteriormente⁷³. Teniendo en cuenta que:

- la movilización de los derechos consolidados del partícipe en los Planes de Empleo solo es posible a la finalización del Plan o a la rescisión

⁷¹ Cfr. Novedades introducidas por la LOSSP en el apartado 2.5.1.1.– Planes de Pensiones de Empleo.

⁷² Según el caso podrían ser la viuda, los hijos o terceros.

del contrato laboral con la empresa⁷⁴, y que

- a movilidad de los trabajadores con contrato indefinido en España es bastante reducida⁷⁵,

la evolución del colectivo de partícipes y beneficiarios de un PP será la propia del envejecimiento natural de la población atenuado por las nuevas incorporaciones al Plan y por el paso de partícipes a la condición de beneficiario.

⁷³ La Figura 6.3.– Tantos de invalidez –Tabla SS–90 (Absoluta)– y fallecimiento –Tabla EVK–90 (Activo) – mostraba que las contingencias que habitualmente cubrían los PP era la jubilación o la supervivencia.

⁷⁴ Cfr. Apartado 4.3.2.– La movilización de los derechos económicos del partícipe.

⁷⁵ Sobre la regulación de la movilidad laboral y sus causas, Cfr. Martínez Abascal, V. A., (1995), *La nueva regulación de la movilidad funcional*, Ed. Aranzadi, Pamplona, Corte Heredero, N., (1995), *La movilidad geográfica de los trabajadores*, Ed. Lex Nova, Valladolid, Ródenas, C. y Martí, M., (1997), “¿Son bajos los flujos migratorios en España?”, *Revista de Economía Aplicada*, nº 15, vol. 5, págs. 155–171, Valle Muñoz, F. A., (1998), *La movilidad funcional del trabajador en la empresa*, Ed. Consejo Económico y Social, Madrid, (1999), *Encuesta Nacional de condiciones de trabajo (Empresas)*, Estudio nº 2.368, septiembre–diciembre, Centro de Investigaciones Sociológicas, Madrid, (1999), *Encuesta Nacional de condiciones de trabajo (Trabajadores)*, Estudio nº 2.368, septiembre–diciembre, Centro de Investigaciones Sociológicas, Madrid y (2000), *La movilidad geográfica. Sesión del Pleno de 26 de enero*, Informe 1/2000, Colección Informes, Ed. Centro Económico y Social, Madrid.

En este sentido, también Sánchez, Peraita y Hugué analizaron la movilidad laboral en España para lo cual tomaron como fuente los datos la Encuesta de Condiciones de Vida y Trabajo, realizada a finales de 1985 por el Centro de Investigaciones Sociológicas. La muestra la componen 11.401 individuos, todos ellos asalariados que trabajaban la semana anterior a la realización de la encuesta. Los resultados obtenidos muestran que los trabajadores que mayores probabilidades conjuntas de cambio de ocupación se daban entre trabajadores de mayor edad, con elevado nivel educativo, escasa antigüedad en la empresa de origen y que se encontraban sobreeducados. Además, el informe señala como factor desincentivador más importante de la movilidad ocupacional la antigüedad en la empresa.

Sobre las características del colectivo analizado, el modelo econométrico empleado en el estudio y las conclusiones del mismo Cfr. Sánchez, M., Peraita, M. y Hugué, A., (1995), *Análisis estructural de la movilidad ocupacional en España*, “Colección Documentos de Trabajo del Departamento de Análisis Económico de la Universidad de Valencia”, DT 95–09, Valencia.

Tal como se expuso en el capítulo 2⁷⁶, en los PP de Empleo el principio de no discriminación posibilita la coexistencia de distintos subplanes o colectivos dentro de un mismo PP. El único requisito que se exige es que el origen de la segmentación del colectivo de trabajadores sea objetiva y fruto de la negociación colectiva. La posible diversidad de subplanes o colectivos dentro de un mismo PP de Empleo no tiene ninguna implicación en la política inversora. La regulación de PyFP cita que cada PP se integre en un FP y, por lo tanto, si existen distintos subplanes o colectivos dentro de un PP, la política de inversiones será la misma. De esta forma, y dada la amplia casuística⁷⁷ que en ese sentido se puede presentar, nos centraremos en el análisis de los PP de Empleo que integran un único colectivo o subplan.

6.3.1.3.– Régimen de prestaciones, aportaciones y distribución de los derechos consolidados

Además de las características del colectivo, el carácter finalista del ahorro que canalizan los PyFP justifica el interés de la Entidad Gestora por recabar información y analizar el régimen de aportaciones y prestaciones, así como la distribución de los derechos consolidados por edad de los partícipes en el Fondo. La

⁷⁶ Sobre el contenido del principio de no discriminación en esta modalidad de Planes *Cfr.* 2.6.– Principios básicos de los Planes de Pensiones.

⁷⁷ En la práctica podían ser resultado de combinar dentro de un mismo Plan de Empleo, Planes de Aportación Definida con Planes de Prestación Definida, cabiendo además la posibilidad de que dentro de cada uno de ellos exista distinto régimen de aportaciones y/o de prestaciones. En cualquiera de los casos la diferenciación de Planes o de colectivos dentro de un PP de la modalidad de Empleo debe estar sustentando en criterios objetivos y refrendado en Convenio Colectivo.

Entidad Gestora obtiene esta información del reglamento o especificaciones del PP⁷⁸ si bien es el actuario o el equipo de actuarios del Plan, el encargado, habitualmente, de indicar a la Entidad Gestora todos estos aspectos.

Tal como analizamos en el capítulo 2⁷⁹, un FP es un patrimonio integrado por las aportaciones de los partícipes, las contribuciones del promotor y los rendimientos de la inversión de esas aportaciones y contribuciones. Estos son los flujos de entrada del FP.

Por otro lado, los FP afrontan una serie de pagos que justifican que también existan unos flujos de salida. Los más importantes en cuanto a su volumen son los originados por el pago de las prestaciones⁸⁰. Adicionalmente, el FP afronta otro tipo de pagos derivados del propio funcionamiento del Plan y del Fondo⁸¹, menos importantes si tenemos en cuenta la frecuencia e importe de los mismos.

Los flujos de entrada y de salida de los FP que integran PP de Empleo pueden estimarse con mayor exactitud que en el resto de modalidades. Por un lado, los PP de Empleo surgen de la negociación colectiva⁸², es decir, de un acuerdo firme entre empresario y trabajadores. Este hecho garantiza en el tiempo, el oportuno y adecuado cumplimiento de los compromisos acordados, entre ellos

⁷⁸ *Cfr.* Figura 2.1.— Contenido de un Plan de Pensiones.

⁷⁹ Apartado 2.4.2.— Aportaciones y contribuciones a un Plan de Pensiones.

⁸⁰ El pago de prestaciones se realizará conforme al reglamento o especificaciones del PP y la decisión del beneficiario.

⁸¹ Como por ejemplo la comisión de gestión, depósito, los gastos de la Comisión de Control, de valoraciones actuariales, etcétera.

⁸² Apartado 5.4.— Estimación de los flujos de entrada al Fondo de Pensiones.

el de realizar aportaciones y, si es el caso, de contribuciones periódicas.

Los flujos de salida de éstos FP, por su lado, también se pueden estimar con suficiente antelación por la estabilidad del colectivo de partícipes–beneficiarios de estos PP⁸³. Esto hace posible predecir su evolución futura, y con ello, los futuros pagos por las prestaciones de jubilación⁸⁴. Las prestaciones por fallecimiento e invalidez, por su lado, se estiman a partir de los tantos de salida de las tablas biométricas empleadas en el cálculo financiero–actuarial. En estos últimos casos, pueden surgir desviaciones entre las prestaciones estimadas y las efectivamente devengadas, sin embargo, su escasa importancia en relación a las prestaciones de jubilación⁸⁵ justifica que en la práctica éstas desviaciones se desprecien.

Como resultado de todo ello, la Entidad Gestora de este tipo de Fondos estará especialmente interesada en indagar en las características del régimen de prestaciones y aportaciones del PP con la ayuda de la Comisión de Control y el actuario. No obstante, la Entidad Gestora valorará en distinta forma la información anterior atendiendo a la modalidad de Plan de Empleo de que se trate – Aportación Definida o de Prestación Definida–, tal como pasamos a analizar seguidamente.

⁸³ *Cfr.* 6.3.1.2.– Características del colectivo, 5.3.– Movilización de los derechos económicos del partícipe y 5.5.– Estimación de los flujos de salida del Fondo de Pensiones.

⁸⁴ Especialmente en los Planes de Prestación Definida donde la información sobre el colectivo permite estimar el momento y el importe del devengo de la prestación. En los Planes de Aportación Definida, la prestación se obtiene a partir del Valor de Unidad de Cuenta, por lo tanto, los datos del colectivo servirán para estimar el momento del devengo de la prestación.

⁸⁵ *Cfr.* Figura 6.3.– Tantos de invalidez –Tabla SS 90 (Absoluta)– y fallecimiento –Tabla EVK 90 (Activo)–.

◆ *Régimen de prestaciones en los Planes de Pensiones de Empleo de Aportación Definida y de Prestación Definida*

El régimen de prestaciones es la variable más relevante en los Planes de Prestación Definida por representar el fruto de la negociación colectiva, un derecho para los trabajadores y una obligación para la empresa⁸⁶. Es la variable prede-terminada en el equilibrio financiero actuarial del Plan, a partir del cual, se calculan las aportaciones y/o las contribuciones a realizar. Por ello, es de particular trascendencia la veracidad del informe y de las posteriores valoraciones actuariales así como la objetividad y realidad de las hipótesis empleadas en el equilibrio financiero–actuarial del Plan⁸⁷.

A pesar de la casuística que admite el régimen de prestaciones de un Plan de Empleo de Prestación Definida⁸⁸, en la práctica, ésta se reduce a los tres grupos que se señalan en la Figura 6.9.

Figura 6.9.– Modalidades de prestaciones en los Planes de Empleo de Prestación Definida

⁸⁶ Esta suele ser la presentación más habitual de los Planes de Empleo de Prestación Definida. Sin embargo, la regulación de PyFP en España admite la posibilidad de modificar el importe de las prestaciones si la evolución del colectivo, la rentabilidad del Fondo, etcétera, no garantizan el oportuno cumplimiento de las prestaciones previstas. Art. 24.2 del RPyFP. En cualquiera de los casos, este extremo deberá quedar recogido en el reglamento del PP.

⁸⁷ Art. 24.1 y 2 del RPyFP.

⁸⁸ En este sentido, el art. 3.2, apartado a, del RPyFP establece: “La definición de la prestación podrá realizarse en términos absolutos, en función de otras magnitudes como salarios, antigüedad en la empresa, percepciones complementarias u otras variables susceptibles de servir de referencia”.

	<i>Jubilación</i>	<i>Invalidez</i>	<i>Fallecimiento</i>	
			<i>Viudedad</i>	<i>Orfandad</i>
MODALIDAD I	$P_j = Q$	$P_i = k_1 * P_j$	$P_v = k_2 * P_j$	$P_o = k_3 * P_j$
MODALIDAD II	$P_j = S - P_{ssj}$	$P_i = S - P_{ssi}$	$P_v = S - P_{ssv}$	$P_o = S - P_{sso}$
MODALIDAD III	$P_j = C_4 * N * S$	$P_i = k_1 * P_j$	$P_v = k_2 * P_j$	$P_o = k_3 * P_j$

Donde:

- P_j es la prestación de jubilación del PP.
- P_i es la prestación de invalidez del PP.
- P_v es la prestación de viudedad del PP.
- P_o es la prestación de orfandad del PP.
- K_1 , K_2 y K_3 son los coeficientes que permite calcular, respectivamente, las prestaciones de invalidez, viudedad y orfandad a partir de la de jubilación.
- C_4 es el porcentaje sobre el salario que acumula el trabajador por cada año de trabajo en la empresa en el momento de la contingencia.
- N es la antigüedad del trabajador en la empresa.
- S es el salario o la media salarial de referencia en el momento de la contingencia. Habitualmente se denomina salario pensionable y viene definido en las especificaciones del Plan. En algunos casos se define en relación al salario mínimo interprofesional y está limitado a un importe máximo.
- P_{ssj} es la prestación de Seguridad Social de jubilación.
- P_{ssi} es la prestación de Seguridad Social de invalidez.
- P_{ssv} es la prestación de Seguridad Social de viudedad.
- P_{sso} es la prestación de Seguridad Social de orfandad.

Fuente: Elaboración propia.

La prestación estrella de los PP del sistema de Empleo es la jubilación por ser la más frecuente habitualmente y servir de referencia para el cálculo de las prestaciones de invalidez y de fallecimiento. En cualquiera de los casos, las prestaciones podrán ser también constantes o revalorizables⁸⁹.

La Figura 6.9 recoge las modalidades que puede adoptar la prestación de jubilación. En la Modalidad I el importe de la prestación es igual para todos los

trabajadores, y por lo tanto, no valora la antigüedad del trabajador en la empresa, el salario, cualificación profesional, etcétera. Esta modalidad, que promueve la igualdad entre los trabajadores, no es habitual en la práctica en tanto en cuanto los órganos sociales y empresariales interpretan las prestaciones de los PP de Empleo como un salario diferido⁹⁰ con el que mantener el nivel de ingresos con posterioridad a la jubilación. Es por ello que, habitualmente, las prestaciones varían en función del salario.

En otras ocasiones, el régimen de prestaciones de los PP sigue una línea de complementariedad con las prestaciones de la Seguridad Social. La Modalidad II define una prestación que, añadida a la de la Seguridad Social del partícipe–beneficiario, mantiene el nivel salarial del partícipe cuando estaba activo⁹¹. Los PP con prestaciones integradas con las de la Seguridad Social introducen en el equilibrio financiero–actuarial variables exógenas, no controlables ni predecibles para la empresa, sujetas a cambios económicos y sociales con el consiguiente posible desequilibrio financiero⁹². Esta incertidumbre⁹³ es frecuentemente exhibi-

⁸⁹ Habitualmente al Índice de Precios al Consumo.

⁹⁰ *Cfr.* Pleno Sentencia 206/1997, de 27 de noviembre de 1997. Recursos de inconstitucionalidad 1.181 y 1.190/1987, promovidos, respectivamente, por el Consejo Ejecutivo de la Generalidad de Cataluña y por el Parlamento Vasco contra la Ley 8/1987, de 8 de junio, de Regulación de Planes y Fondos de Pensiones. Votos particulares, BOE núm. 312, Suplemento, del 30 de diciembre y Gallego Losada, R. y Gámez Ramos, P., (1999), “La fiscalidad de los Planes de Pensiones de Empleo y de los Seguros Colectivos de vida que instrumenten compromisos por pensiones con entidades aseguradoras”, *Previsión y Seguro*, nº 69, julio, pág. 129.

⁹¹ Habitualmente se toma el salario promedio de los 12 o 24 últimos meses. *Cfr.* Fuster, A., (1999), “Planes complementarios de pensiones en España. Planes de prestación definida versus Planes de Aportación Definida”, *Revista de la Fundación para el desarrollo de la función de recursos humanos*, vol. 10, pág. 46.

En otras ocasiones en lugar de considerar el salario a la edad de jubilación, se toma la Base de Cotización a la Seguridad Social.

⁹² Si un día disminuyen las Bases de Cotización a la Seguridad Social o se establece un nuevo tope, no por ello el empresario debe sentirse obligado a complementar. En éste último sentido opera la

da por el empresario y los trabajadores en la actualidad como causa principal para implantar un régimen de prestaciones no vinculadas a las de la Seguridad Social⁹⁴.

La Modalidad III recoge una prestación de jubilación calculada en función de la antigüedad y del salario⁹⁵. De esta forma, el trabajador-partícipe acumula una prestación C₄, por cada año de trabajo en la empresa, sobre el salario. Esta modalidad de prestaciones es muy popular entre las empresas que buscan premiar la fidelidad o estabilidad del trabajador en la empresa y mantener el nivel de ingresos del trabajador con unas prestaciones relacionadas con el último salario cobrado. Adicionalmente, las prestaciones así definidas son acordes con la consideración de la prestación del PP como un salario diferido, con el que se busca mantener el poder adquisitivo del trabajador al pasar a pasivo.

La Figura 6.10 se ilustra gráficamente la evolución de la prestación de jubilación de un PP en las tres modalidades presentadas.

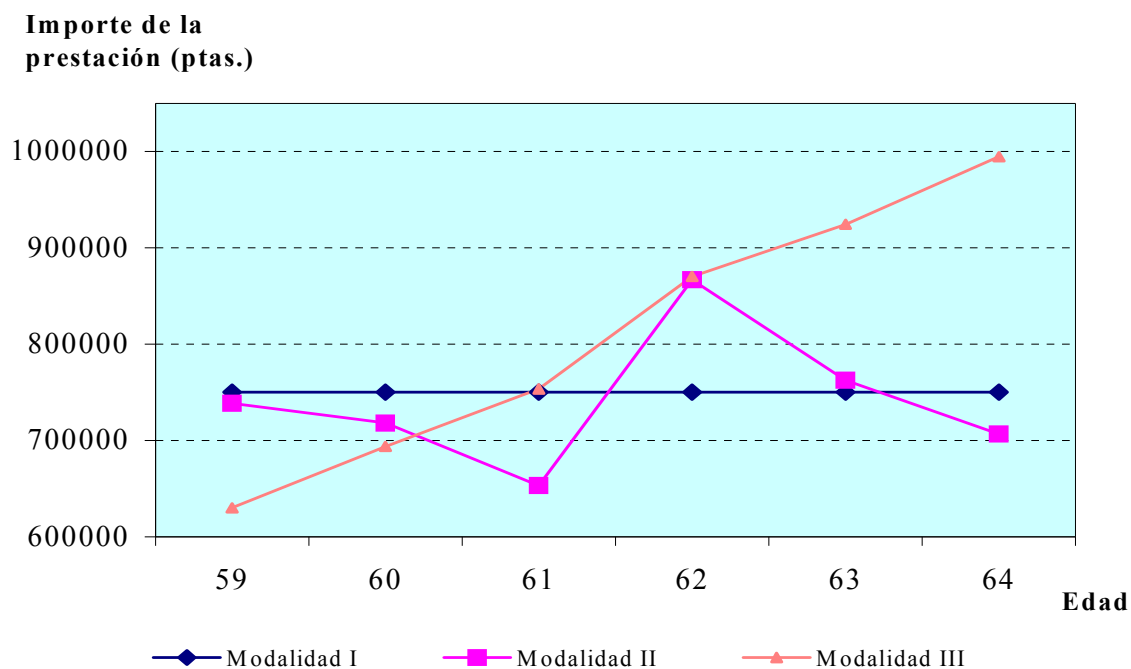
Ley 24/1997, de 15 de julio, de consolidación y reorganización del Sistema de la Seguridad Social, BOE núm. 169, de 16 de julio, por la que para el 2002 se unifican los grupos de cotización del 5 al 11. Art. 3.

⁹³ Tanto en sentido negativo, es decir, de déficits por supuestas reducciones en la prestación o bien de superávits por el aumento de las mismas.

⁹⁴ Aún así, el origen o ánimo de los compromisos por pensiones de las empresas en la mayoría de las ocasiones se encuentra en el objetivo de complementar la consiguiente prestación de la Seguridad Social hasta completar el salario de activo. Hasta fechas recientes, y en determinados sectores, la prestación se definía en relación a la de la Seguridad Social. No obstante, últimamente se viene observando un cambio de tendencia protagonizado por la redefinición del los sistemas en funcionamiento hacia modelos independientes del sistema público y la implantación de nuevos sin vínculo con las prestaciones de la Seguridad Social.

⁹⁵ También puede ser la media salarial de los últimos 12 o 24 meses. En algunas ocasiones se toma como referencia para el cálculo de la prestación la base de cotización a la Seguridad Social en lugar del salario.

Figura 6.10.– Evolución económica de la prestación de jubilación por modalidad de prestación en un Plan de Pensiones de Prestación Definida



En la figura se recoge la evolución de la prestación de jubilación del PP de un trabajador que en 1994 tiene 59 años:

- Grupo de cotización 5.
- Salario en 1994 de 3.500.000 ptas.
- Base de cotización máxima.
- Hipótesis:
 - Evolución salarial: Índice de Precios al Consumo de cada ejercicio.
 - En el año 1997 se produce un cambio de categoría profesional, con un incremento salarial del 10%.
- En la Modalidad III $C_t=1\%$, acumulando en 1994 un 18%.
- La Modalidad I define una prestación de 750.000 ptas.

Fuente: Elaboración propia.

La evolución de la prestación de jubilación⁹⁶ de la Figura 6.10, el fin del FP, es una referencia obligada para la Entidad Gestora y la Comisión de Control en la gestión del FP. Teniendo en cuenta la particular evolución de cada una, la administración de los fondos acumulados vendrá definida por unas pautas específicas para cada caso. Dada la imposibilidad de analizar en nuestro trabajo cada una de ellas con el detenimiento preciso, nos centraremos en el estudio de las necesidades de los PP de la Modalidad III, en su vertiente de prestación constante y revalorizable, por ser ésta, en nuestra opinión, la más equitativa, estable y directamente dependiente del salario y la antigüedad del trabajador en la empresa.

Cuando el régimen de prestaciones acordado en el PP sea el de la Modalidad III, la Entidad Gestora necesitará conocer, para cada trabajador:

Figura 6.11.– Información precisada por la Entidad Gestora para cuantificar las prestaciones de la Modalidad III

Información necesaria			Certeza evolución futura
• Salario	Salario Base (SB)		Media
	Antigüedad (SA)		Alta
	Otras subidas salariales	Otros pluses (SP)*	Media
		Otros complementos (SC)	Media
• Años de antigüedad (A)			Alta
• Porcentaje acumulativo (C ₄)			Alta

⁹⁶ Y por lo tanto de las prestaciones de fallecimiento e invalidez, habitualmente función de la prestación de jubilación.

• Revalorización de la prestación	Índice de Precios al Consumo (IPC)	Baja
	Constante (C)	Alta
	Nula (PC)	Alta

* Por ejemplo el turno rotativo.

Si la prestación del PP se define en función de la base de cotización a la Seguridad Social el modelo se simplificaría ya que hay partidas del salario que no se incluyen en la base de cotización, topes, etcétera.

Fuente: Elaboración propia.

La Figura 6.11 contiene la relación de datos que permiten a la Entidad Gestora anticipar la evolución de las prestaciones. Algunos son conocidos en el momento actual, bien por depender de la antigüedad del trabajador en la empresa –número de años de servicio en la empresa, A, complementos salariales por este concepto, SA–, bien por estar definidos por defecto –el porcentaje acumulativo, C₄, el caso de una revalorización constante, C, o bien prestaciones constantes, PC–.

Adicionalmente, la Entidad Gestora necesitará otro tipo de información que deberá ser estimada en el momento actual, de ahí que se les haya atribuido una certeza media. Este es el caso del Salario Base, SB, que puede variar si el trabajador cambia de puesto de trabajo dentro de la empresa, es promocionado, etcétera; si recibe otros complementos, SP o SC, por productividad, turnicidad, peligrosidad, etcétera.

Por último, si las prestaciones del Plan se revalorizan sería importante de-

batir sobre la posible evolución del Índice de Precios al Consumo⁹⁷ lo cual queda fuera del alcance de la empresa. Por ello, la certeza sobre su evolución es baja.

Por su lado, en los Planes de Aportación Definida el estudio del régimen de prestaciones se torna más sencillo puesto que, independientemente del tipo de prestación de que se trate –jubilación, invalidez o fallecimiento–, el cálculo es inmediato a partir del valor de mercado de las inversiones del FP⁹⁸. Así, para el caso particular de un partícipe, el valor de la prestación será el resultado del número de Unidades de Cuenta del partícipe por el precio de la Unidad de Cuenta el día en el que la Entidad Gestora conoce la realización de contingencia que da lugar a la prestación⁹⁹.

Lo descrito en el párrafo anterior reproduce el contenido de la normativa que regula los PyFP en España, para las distintas modalidades de Planes – Individuales, Asociados y de Empleo–. Ahora bien, en nuestra opinión, la operativa anterior toma un matiz particular en los Planes de Empleo.

En esta modalidad de Planes, la negociación colectiva se centra principalmente en el acuerdo de las contribuciones y aportaciones que el empresario–promotor y trabajador–partícipe van a realizar. No existe, por lo tanto, compromiso alguno por parte del empresario de prestación y sí de aportación.

⁹⁷ Índice de referencia habitualmente empleado en las prestaciones revalorizables de PP y con el que se mantendría el poder adquisitivo de la prestación.

⁹⁸ *Cfr.* 2.4.1.– Contingencias cubiertas y prestaciones de un Plan de Pensiones.

⁹⁹ *Cfr.* 4.3.3.2.– La estimación de los flujos de salida del Fondo de Pensiones. El Valor de la Unidad de Cuenta es el del día en el que el beneficiario comunica a la Entidad Gestora la realización de la contingencia, no pudiendo mediar entre uno y otro un periodo superior a seis meses.

Sin embargo, es habitual que en el proceso de negociación exista un periodo de reflexión y negociación en relación a la suficiencia de las prestaciones, perfil de riesgo de la Comisión de Control y las contribuciones y aportaciones que unos y otros deberán realizar para alcanzar esa “prestación objetivo”. Por lo tanto, el equilibrio entre aportaciones y/o contribuciones que se pueden realizar y las prestaciones suficientes preside el nacimiento de esta modalidad de Planes¹⁰⁰.

De esta forma, aunque no existe una prestación definida como tal si podemos hablar de una prestación objetivo, es decir, una prestación valorada objetivamente suficiente por empresario y trabajadores, coherente con unas aportaciones y contribuciones posibles y con un rendimiento de cartera viable para el perfil de riesgo decidido por la Comisión de Control. No obstante, la desviación que pueda existir entre la prestación objetivo y la devengada la asumirá el partícipe–beneficiario.

En los Planes de Empleo de Aportación Definida la Entidad Gestora debería solicitar a la Comisión de Control, además de los datos relativos al colectivo presentados en el apartado anterior, un informe detallado de las expectativas del promotor y partícipes en relación a la evolución del valor de las inversiones del Fondo.

¹⁰⁰ Esto mismo ocurre en los Planes Individuales: el partícipe define la prestación que desea cobrar, por ejemplo a la jubilación, y la Entidad Financiera calcula la aportación –mensual, trimestral, etcétera– que debería realizar suponiendo que el rendimiento futuro del FP va a seguir las pautas del pasado. No obstante, en los Planes Individuales el partícipe puede voluntariamente suspender las aportaciones mientras que en los Planes de Empleo el acuerdo entre trabajador y empresario –Convenio Colectivo– garantiza que aportaciones y/o contribuciones se van a realizar en la forma prevista.

◆ *Régimen de aportaciones en los Planes de Pensiones de Empleo de Aportación Definida y de Prestación Definida*

Otra de las variables que deberá analizar la Entidad Gestora para adecuar la gestión del FP a las necesidades del Plan es el régimen de aportaciones. De igual forma a lo expuesto anteriormente, se recabará distinto tipo de información en función de la modalidad de Plan de que se trate.

El régimen de aportaciones en los PP de Empleo admite la existencia de aportaciones y contribuciones. A pesar de las implicaciones económicas¹⁰¹ y fiscales¹⁰² que tiene para uno y otro, este aspecto carece de importancia para la Entidad Gestora por la escasa o nula repercusión en los flujos entrada al Fondo. Por ello, nos referiremos de forma genérica al régimen de aportaciones, no distinguiendo entre aportaciones y contribuciones.

Además, teniendo en cuenta el carácter laboral que subyace de estos PP, es de esperar que las aportaciones se realicen coincidiendo con el devengo o el pago de los salarios, es decir, mensualmente. Adicionalmente, el empresario o el

¹⁰¹ Cfr. Apartado 3.8.– Rentabilidad de un Fondo de Pensiones.

¹⁰² Cfr. Apartado 2.8.– Régimen fiscal de los Planes de Pensiones y 3.7.– Régimen fiscal de los Fondos de Pensiones.

trabajador podrán realizar aportaciones extraordinarias, si así estuviera establecido. Estos aspectos, no obstante, dependerán, de la modalidad de PP y constituyen contenido obligado de las especificaciones o reglamento del Plan por lo que la Entidad Gestora podrá contrastar esta información directamente en este documento o bien a través de la Comisión de Control.

En los Planes de Aportación Definida, el régimen de aportaciones es el fruto de la negociación colectiva, donde se acuerdan las características de las entregas de dinero que deberán realizarse al Fondo.

En relación al importe de las aportaciones periódicas, el RPyFP¹⁰³ establece: “*La aportación podrá fijarse en términos absolutos o en función de otras magnitudes como salarios, flujos empresariales, cotizaciones a la Seguridad Social u otras variables susceptibles de servir de referencia*”. De esta forma, las aportaciones podrán ser constantes, es decir, iguales para todos los trabajadores o variables en función del salario, la base de cotización a la SS, tal como se detalla la Figura 6.12. La práctica más extendida, siguiendo en este sentido la línea analizada para el régimen de prestaciones, es aquella en la que las aportaciones son función del salario¹⁰⁴.

Figura 6.12.– Modalidades de aportación en los Planes de Pensiones de Empleo de Aportación Definida

¹⁰³ Art. 3.2.a.

¹⁰⁴ Este argumento se justifica en la línea de la citada Sentencia 206/1997, de 27 de noviembre de 1997, en la que las contribuciones a Planes de Empleo se considera salario diferido.

	Aportación
Constante	$A=C$
Variable	$A=k*R$

Donde:

- A es el importe de la aportación y/o contribución
- R es la variable de referencia para el cálculo de la aportación. R puede ser el salario, los flujos empresariales, las base de cotización a la Seguridad Social.
- k es el porcentaje que aplicado sobre R define la aportación a realizar.

Fuente: Elaboración propia

En la modalidad de Prestación Definida, el régimen de aportaciones está sujeto a lo inicialmente establecido en el reglamento del Plan previamente re-frendado en negociación colectiva. En este sentido, la Entidad Gestora debería, al igual que en los PP de Aportación Definida, analizar el contenido del reglamento del Plan. El régimen de aportaciones de los Planes de Prestación Definida será equivalente al recogido en la Figura 6.12¹⁰⁵.

Además, el régimen de aportaciones de esta modalidad de Planes podrá verse alterado por la oportuna revisión financiero–actuarial¹⁰⁶. Consiguientemen-

¹⁰⁵ En algunas ocasiones el empresario limita el riesgo en el Plan estableciendo un importe global máximo de aportación, por ejemplo, un porcentaje sobre la masa salarial de la empresa.

¹⁰⁶ En este sentido, en términos generales se establece que “*El sistema financiero y actuarial de los Planes deberá ser revisado por actuario y, en su caso, rectificado, al menos cada tres años, teniendo en cuenta la evolución de los salarios, la rentabilidad de las inversiones, las tasas de mortalidad del colectivo, la supervivencia de los Pasivos y las demás circunstancias concurrentes*”. El apartado 2 continúa: “*Si, como resultado de la revisión actuarial, se planteara la necesidad o conveniencia de introducir variaciones en las aportaciones y contribuciones, en las prestaciones previstas o en otras variables, se someterá la cuestión a la Comisión de Control del Plan para que proponga lo que estime procedente, de conformidad con lo previsto en las especificaciones del propio Plan*”. Art. 24.1 y 2 del RPyFP.

te, la Entidad Gestora no tendrá total certeza sobre el régimen de aportaciones de esta modalidad de Planes en la medida en que las aportaciones extraordinarias se justifican por la particular evolución del colectivo así como por el rendimiento de las inversiones, variables éstas que sólo se podrán analizar a posteriori. Es por ello importante que el régimen financiero–actuarial del Plan se sustente en hipótesis biométricas y financieras prudentes¹⁰⁷.

◆ *Distribución de los derechos consolidados en el patrimonio del Fondo de Pensiones*

Por último, pero no por ello menos importante, la Entidad Gestora deberá analizar junto a la Comisión de Control la distribución de los derechos consolidados en el FP por edades de los partícipes. Este apartado pretende definir de forma específica el horizonte temporal de las inversiones que canalizará el FP que integre esta modalidad de Planes, tanto de Aportación Definida como de Prestación Definida.

Este aspecto podría haber tenido cabida en el epígrafe dedicado al estudio de las características del colectivo al estar relacionado con este aspecto. No obs-

Para los Planes de Aportación Definida se cita, adicionalmente, que: “[...] *En los Planes de Aportación Definida que no otorguen garantía alguna a partícipes o beneficiarios, podrá sustituirse la revisión actuarial por un informe económico–financiero emitido por la Entidad Gestora e incluido en las cuentas anuales auditadas, con el contenido que reglamentariamente se establezca*”. Art. 9.5. de la LPyFP.

Por otro lado, en los Planes de Prestación Definida se matiza el contenido del art. 24.1 del RPyFP: “*En los Planes de Pensiones que conlleven la constitución del margen de solvencia, exigen el cálculo anual de las magnitudes que determinan su cuantía por parte de un actuario, de acuerdo con los criterios fijados en este Reglamento. [...]*”. Art. 24.3 del RPyFP.

tante, consideramos más apropiado recogerlo en este apartado por la relación de los derechos consolidados con el régimen de aportaciones y de prestaciones del Plan.

En el apartado 6.2.1 observamos que, en términos generales, el horizonte temporal de las inversiones que canalizaban los FP que integraban PP de la modalidad de Empleo se situaba en el largo plazo. No obstante, esta afirmación de carácter general tomará distinta forma en función de las características del colectivo del Plan. El horizonte medio de las inversiones de un FP se define, en términos generales, como la media de los periodos que a cada uno de los partícipes les queda para la jubilación¹⁰⁸ lo que implica que la importancia o cuantía de los derechos consolidados de todos los partícipes es la misma. Este hecho, no obstante, no tiene lugar habitualmente ya que a medida que se aproxima la edad de jubilación los derechos económicos del trabajador en el Plan son mayores.

De esa forma, lo más apropiado será que, la Entidad Gestora estime el horizonte planificador de las inversiones del Fondo ponderando el importe del derecho consolidado según la edad o bien distribuyendo el patrimonio o derechos consolidados¹⁰⁹ por deciles de edad, lo que le permitirá conocer, además del hori-

¹⁰⁷ Las hipótesis financieras y actuariales son objeto de análisis en el apartado 6.3.2.4.– Variables particulares de los Planes de Empleo de Prestación Definida: La prestación definida.

¹⁰⁸ Señalamos esta contingencia por ser la que se produce con mayor frecuencia.

¹⁰⁹ En algunos casos hemos podido constatar que el análisis anterior se plantea en función de las aportaciones y contribuciones realizadas en lugar de los derechos consolidados. En nuestra opinión, es más acertado considerar los derechos consolidados debido a que una vez que las aportaciones se integran en el Fondo se valoran a precio de mercado, lo cual conlleva una mayor complejidad en el cálculo por la relación entre el importe de la aportación y el valor de esa aportación en el patrimonio del Fondo –que varía con el tiempo–.

zonte de la inversión, el momento y el importe del devengo de las prestaciones de jubilación.

6.3.1.4.– Propensión al riesgo de la Comisión de Control del Fondo de Pensiones

Por definición, cualquier inversión conlleva un riesgo. Cuando un ahorrador invierte su dinero en un activo –financiero o real– concibe unas expectativas sobre el rendimiento futuro que reportará a su patrimonio. La probabilidad de alcanzar un rendimiento real del activo diferente a estos deseos o expectativas¹¹⁰ da lugar al concepto de riesgo. De hecho, el riesgo es la probabilidad de que los rendimientos esperados no se alcancen en la forma prevista¹¹¹.

No obstante, y dado que todas las aportaciones y contribuciones se invierten en títulos o activos reales que se deben valorar a precio de mercado, el resultado que se obtiene es el mismo para la modalidad de PP de Aportación Definida, tan solo que la ponderación se realizaría sobre el total de aportaciones y contribuciones realizadas y no sobre valor del patrimonio del Fondo.

Por su lado, en los Planes de Prestación Definida esa identidad se cumplirá si la evolución teórica del derecho consolidado –de acuerdo a las hipótesis biométricas y financieras– fuera similar al resultado del régimen de aportaciones definido y el rendimiento de las inversiones del Fondo. En caso contrario, las aportaciones y contribuciones realizadas dejarán de ser un indicador fiable en la medida en la que el partícipe no cobrará el valor de mercado de las aportaciones realizadas –número de unidades de cuenta de que dispone– sino la prestación definida, aspecto este recogido fielmente en el concepto de derecho consolidado.

¹¹⁰ Las circunstancias particulares o puntuales de un inversor, a través de su personalidad, influyen en la aversión o intolerancia ante el riesgo. Por ejemplo, el inversor que termina de sufrir un contratiempo –accidente, incendio, caída bursátil– será menos propenso al riesgo que antes de este. Esto es debido a que el riesgo es una variable subjetiva, función de las expectativas del individuo.

¹¹¹ Haight, G. T. y Morrell, S., (1997), *The analysis of portfolio management performance. An institutional guide to assessing and analyzing Pension Fund, Endowment, Foundation and Trust Investment Performance*, Ed. McGraw–Hill, Nueva York, pág. 31.

Teniendo en cuenta las funciones que la normativa reguladora de los PyFP confiere a la Comisión de Control en lo relativo a las inversiones del FP, la Entidad Gestora debería complementar la información de apartados anteriores sobre el colectivo, régimen de aportaciones y prestaciones con un análisis de la propensión al riesgo de la Comisión de Control. En algunas ocasiones, la Entidad Gestora asume adicionalmente la función de asesoramiento en este sentido por la inadecuada formación de los miembros de la Comisión.

El riesgo de un FP surge de la probabilidad de no alcanzar el objetivo de acumular el capital necesario –rendimiento y volatilidad de las inversiones– para el pago de las prestaciones en la forma prevista –definido en el equilibrio financiero-actuarial del Plan–. Siguiendo la línea de los apartados anteriores, exponemos seguidamente la particular posición ante el riesgo en los Planes de Aportación Definida y de Prestación Definida para la modalidad de Empleo.

En los FP que integran Planes de Aportación Definida, el fin es la *prestación objetivo*. Teniendo en cuenta que la prestación depende del Valor de Unidad de Cuenta, es decir, del valor de mercado de las inversiones del Fondo, el riesgo lo asume en su integridad el partícipe.

En cambio, en los FP que integran Planes de Empleo de la modalidad Prestación Definida el fin es la *Prestación Definida*. La prestación está garantizada para el partícipe¹¹², trasladándose al promotor el riesgo de la desigual evolución

¹¹² No obstante, si las situaciones de déficit se mantienen en el tiempo puede acordarse modificaciones en el régimen de prestaciones o en el régimen de aportaciones al Plan.

del rendimiento de las inversiones con el crecimiento de las prestaciones.

En cualquiera de las dos modalidades el objetivo –la *prestación objetivo* y la *prestación definida*– se alcanza a través del tiempo, las aportaciones y los rendimientos.

Teniendo en cuenta que el tiempo –resultado del régimen de prestaciones– y el régimen de aportaciones han sido valoradas financiero–actuarialmente, negociadas y refrendadas en la negociación colectiva y posteriormente recogidas en el reglamento del Plan, el rendimiento de las inversiones necesario para alcanzar el capital que permita pagar las prestaciones, viene prácticamente definido. Es decir, el perfil de riesgo *necesario* de la Comisión de Control está predeterminado por las necesidades financiero–actuariales del Plan.

Ese perfil de riesgo *necesario* deberá ser comparado con el perfil de riesgo *natural* de la Comisión de Control, es decir, con el nivel de riesgo que de forma habitual estarían dispuestos a asumir. Lo ideal sería que el perfil de riesgo *necesario* y el *natural* fueran similares. Si los riesgos que hay que asumir para alcanzar el objetivo no son tolerables habría que rebajar la prestación –*objetivo o definida*– o bien aumentar las aportaciones¹¹³ y viceversa.

La evaluación del perfil de riesgo de la Comisión de Control precisa de la ayuda de asesores profesionales, intermediarios financieros, etcétera. Habitual-

mente se realiza a través de modelos¹¹⁴ o programas informáticos comercializados por consultoras financieras y actuariales¹¹⁵. Por ejemplo, LeBaron, Farrelly y Gula¹¹⁶ proponen un modelo cuyo resultado califican de subjetivo al reconocen que el objeto de valoración es altamente *visceral*.

El modelo de LeBaron, Farrelly y Gula es un cuestionario de 72 ítems, cada uno de los cuales es una frase tomada de libros, artículos, etcétera. Las tres posturas ante el riesgo –propenso, adverso y neutral– tienen el mismo peso en el cuestionario¹¹⁷. El inversor debía elegir los 20 ítems que mayor interés tengan para él. El resultado se ilustraba en un cuadro como el recogido en la Figura 6.13¹¹⁸.

Figura 6.13.– Matriz del cuestionario del perfil de riesgo de un inversor según el modelo de LeBaron, Farrell y Gula

	Adverso al riesgo	Neutral al riesgo	Propenso al riesgo
Filosofía de la inversión			
Psicología del inversor			

¹¹³ Fernández Valbuena, S., (1999), “Cómo definir el nivel de riesgo en un Plan de Pensiones: El precio de la seguridad”, *V Jornadas de inversión, Comisión de Control Plan de Pensiones Empleados de Telefónica*, Madrid, pág. 48.

¹¹⁴ Scott, P. G., (1991), “Risk measurement and asset allocation for Life Insurance Funds”, *Actuarial approach for financial risks. 2nd AFIR International colloquium*, Brighton, págs. 229–232.

¹¹⁵ Por ejemplo, Zephr Associates, Inc. (<http://www.styleadvisor.com>), Ibbotson Associates (<http://www.ibbotson.com>), Callan Associates (<http://www.callan.com>) y Lane Clark & Peacock (<http://www.lcp-actuaries.co.uk>).

¹¹⁶ LeBaron, D., Farrelly, G. y Gula, S., (1989), “Facilitating a dialogue on risk. A questionnaire approach”, *Financial analyst journal*, mayo–junio, págs. 19–24.

¹¹⁷ Son 24 ítems o frases representando cada postura ante el riesgo.

¹¹⁸ En este trabajo se recogen también los resultados de este cuestionario para una muestra de 94 clientes encuestados entre noviembre de 1987 y abril de 1988, con el perfil del ahorrador de cada una de las seis posibilidades que recoge el modelo.

Relativo al rendimiento			
-------------------------	--	--	--

Fuente: LeBaron, D., Farrelly, G. y Gula, *op. cit.*, pág. 22.

El perfil de riesgo *neutral* de la Comisión de Control debe ser valorado por la Entidad Gestora del FP ya que en función del mismo deberá proponer la política de inversiones¹¹⁹, es decir, la combinación de activos –renta fija y renta variable– en que se invertirá el patrimonio del Fondo. La política de inversiones debe reflejar la tolerancia al riesgo o variación del valor del patrimonio y las probabilidades de alcanzar el objetivo, teniendo en cuenta el horizonte temporal de la inversión –régimen de prestaciones– y el régimen de aportaciones.

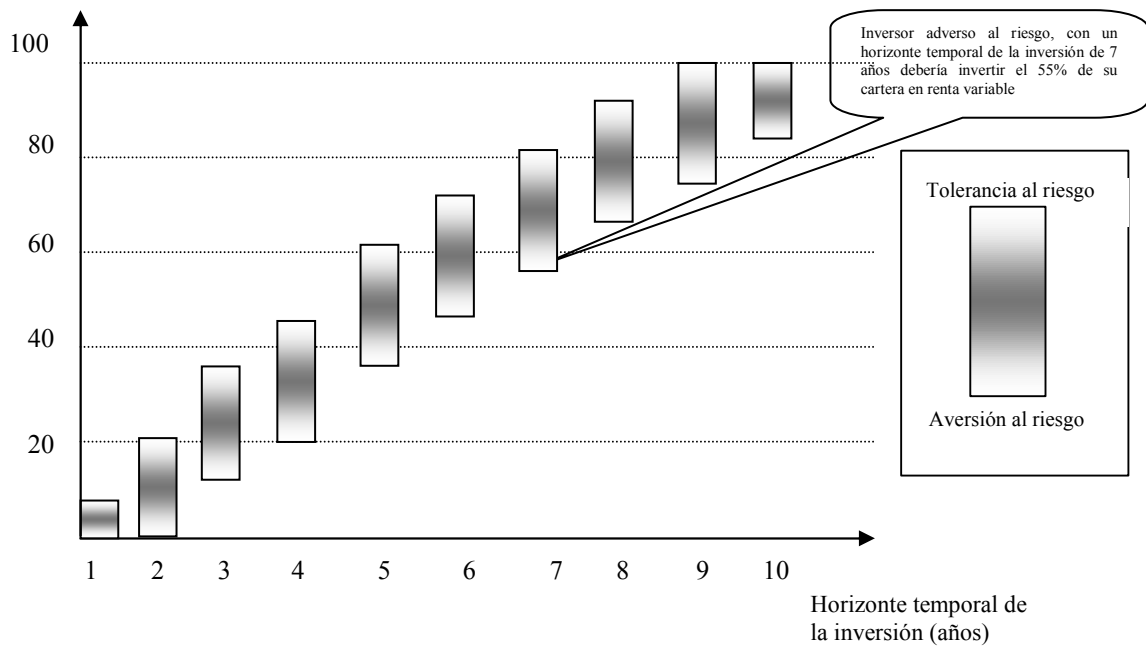
La falta de una adecuada formación e información de los miembros de la Comisión de Control añadido al interés de la Entidad Gestora porque esta decisión se tome con conocimiento de causa justifica que, en algunas ocasiones, la Comisión y la Gestora debatan gráficos del recogido en la Figura 6.14. La finalidad del mismo es que la Comisión de Control se conciencie de la necesidad de tomar posiciones en renta variable a medida que el horizonte de la inversión sea más largo y mayor sea su propensión al riesgo. La política de inversiones, no obstante, será formalmente comunicada a la Entidad Gestora la que a su vez, se encargará de la ejecución de las inversiones, de ahí su interés en que el proceso sea coherente y ajustado a realidad.

Figura 6.14.– Posición en renta variable de un Fondo de Pensiones en función

¹¹⁹ En algunas ocasiones la falta de formación de los miembros de la Comisión de Control del Fondo justifica que la política de inversiones del Fondo se decida con el asesoramiento de la Entidad Gestora.

del horizonte temporal y la tolerancia al riesgo de la Comisión de Control

Porcentaje invertido
en renta variable (%)



*Ilustración presentada de ejemplo.

Fuente: Elaboración propia.

La evaluación del perfil de riesgo de un inversor, en general, es una labor difícil por la subjetividad inherente al proceso a la que se añaden otros aspectos que lo hacen todavía más complejo:

- Cada miembro de la Comisión de Control adopta una posición particular ante el riesgo, fruto de sus vivencias y experiencias.

- El perfil de riesgo *natural* de la Comisión de Control podrá ser un perfil *medio* con el cual es posible que no se identifique ninguno de ellos.
- Los integrantes de la Comisión representan al promotor, partícipes y beneficiarios del Plan¹²⁰. En este sentido lo lógico sería que cada uno definiera, no su particular perfil de riesgo, sino aquel a quien representan. Esto en la práctica es muy poco viable.
- El cargo de vocal de la Comisión de Control se renuevan, como máximo, cada cuatro años, con los consiguientes efectos sobre la definición de la propensión al riesgo.

Como resultado de todo esto, el perfil de riesgo de los partícipes, beneficiarios y promotor de un PP será un perfil medio, con tendencia a la prudencia. Este hecho, no obstante, toma un matiz diferente en función de la modalidad de PP de Empleo de que se trate y, más concretamente, de quien sea el que en última instancia asuma el riesgo de la inversión y de cual sea el periodo de tiempo disponible para compensar los vaivenes del mercado.

¹²⁰ Es evidente la complejidad que esto conlleva para los FP que integran más de un PP, es decir, para los FP cuya Comisión de Control está formada por representantes de las Comisiones de Control de los PP en el Fondo integrados.

En nuestro análisis estamos valorando los FP Uniplan. La definición del perfil de riesgo de la Comisión de Control de los FP Multiplanos se torna más compleja ya que sus miembros proceden o representan PP diferentes, es decir, colectivos de partícipes y beneficiarios específicos, con un régimen de aportaciones y prestaciones particular. En este sentido nos parece francamente difícil valorar el perfil de riesgo común a todos los PP integrados en el FP debido a la heterogeneidad de los elementos a considerar en la toma de esta decisión. En estos casos, la solución pasa por la estimación de un perfil de riesgo *medio* de la Comisión de Control del FP lo cual se traduce en la elaboración de una política de inversiones *media* que difícilmente podrá cubrir plenamente las necesidades de cada uno de los PP integrado en ese Fondo.

Por ello, las características del colectivo, el régimen de aportaciones y de prestaciones, distribución de los derechos consolidados así como la propensión al riesgo de la Comisión de Control constituyen la base sobre la que se desarrollará la gestión del FP. En este proceso señalaremos unas variables que de forma común van a afectar tanto a los PP de Aportación Definida como de Prestación Definida, así como aquéllos aspectos concretos que particularizan el proceso de gestión para ambas modalidades de Planes.