



ICADE

ANÁLISIS DE LOS FONDOS DE PENSIONES.

Comparativa con los fondos de inversión y comportamiento en las distintas fases del ciclo económico.

Autor: Antonio Alfonso Garre Bas
Director: Óscar Díez Alonso

ÍNDICE

1. Introducción	4
2. Contrato de seguro.....	5
2.1. Elementos personales y obligaciones del contrato de seguro.....	5
2.2. Tipos de contrato de seguro.....	6
3. Fondos de pensiones.....	8
3.1. Planes de Pensiones.....	8
3.2. Fondos de pensiones	10
3.3. Modalidades de Planes y Fondos de Pensiones	11
3.4. Órganos de Gestión de Planes y Fondos de Pensiones	12
4. Fondos de inversión	13
4.1. Concepto	13
4.2. Categorías	14
5. Diferencias y similitudes entre los fondos de pensión y los fondos de inversión.	17
5.1. Fiscalidad	17
5.2. Rendimiento.....	18
5.3. Costes y liquidez	19
5.4. Organismo supervisor	20
6. Análisis comparativo entre Planes de Pensiones en España y Europa. Perspectiva internacional de los planes de pensiones españoles.....	21
6.1. Los planes de pensiones en España	21
6.2. Perspectiva internacional: posicionamiento de España.	24
6.3. Conclusiones	27
7. Análisis del binomio rentabilidad riesgo de planes de pensiones.....	28
7.1. El binomio rentabilidad riesgo. Parámetros y periodos observados.	29
7.2. Los fondos de inversión seleccionados. Observaciones.	30
8. Análisis del binomio rentabilidad riesgo de fondos de inversión.	32

8.1. El binomio rentabilidad riesgo. Parámetros y periodos observados	33
8.2. Fondos de inversión seleccionados. Observaciones.....	34
<u>9. Comparativa de rentabilidades de los planes y fondos seleccionados. Factores influyentes.....</u>	<u>36</u>
9.1. Tratamiento fiscal de los fondos de inversión y de pensiones. Influencia en la rentabilidad del fondo a largo plazo.	36
9.2. Comisiones de los fondos de inversión y de pensiones. Influencia en la rentabilidad.	38
<u>10. Análisis del binomio rentabilidad riesgo de planes de pensiones con respecto a la situación en el ciclo económico.</u>	<u>42</u>
10.1. Ciclos económicos. Fases.	42
10.2. Comportamiento histórico del sistema individual español.	43
10.3. Evolución del patrimonio, los partícipes y el número de fondos del sistema individual	44
<u>11. Conclusiones</u>	<u>48</u>
<u>12. Bibliografía.....</u>	<u>49</u>
<u>14. Anexos</u>	<u>51</u>

1. INTRODUCCIÓN

La elección de este trabajo responde a la cuestión de actualidad referida a los instrumentos financieros a largo plazo como alternativa para el inversor español a la que destinar de sus ahorros. No cae en vano esta afirmación si se considera que en un país de apenas 47 millones de habitantes (España), el número de partícipes en planes de pensiones del sistema individual, o lo que es lo mismo, de personas que han invertido sus ahorros en un plan de pensiones a 31 de diciembre de 2019, es de 7.519.285 personas¹. Además, son numerosas las críticas que reciben en relación con su rendimiento, o reiteradas las comparaciones que se realizan de este instrumento con los fondos de inversión, por lo que se puede determinar esta cuestión como de actualidad financiera en la sociedad española.

Es por estos motivos que pretende el autor abordar la cuestión aludida de forma exhaustiva, realizando una aproximación a los extremos más relevantes de la figura de los fondos de pensiones, como su legislación, tributación, rentabilidad, riesgo, evolución histórica o comportamiento en épocas de economía recesiva o de mercados financieros al alza. En orden a lograr este objetivo, se comienza por el elemento más básico definitorio de la forma jurídica del fondo de pensiones, el contrato de seguro, y se analizan a continuación las características y elementos configuradores de estos fondos y los planes de pensiones que los integran. En adición, se estudia la figura de los fondos de inversión en pos de conseguir una mejor perspectiva en el análisis del binomio rentabilidad riesgo. En última instancia, se profundiza en el comportamiento de los fondos de pensiones en las distintas etapas del ciclo económico, y la evolución de los elementos más relevantes de la figura objeto de estudio.

Palabras clave: fondos de pensiones, fondos de inversión, rentabilidad, riesgo, comparativa

Abstract

The election of this topic responds to the relevance of long term orientated financial instruments as an alternative for the Spanish investor to place the savings on. The population in Spain is of 47.1 million people in 2019, same year where the pension funds' investors

¹ Datos extraídos de INVERCO

ascended to 7,519,285. Furthermore, there are numerous complains related with these funds performance, or comparisons with mutual funds, therefore it can be stated that is a relevant issue in the country's financial culture. Due to this reasons, the author intends to face the question referred in an exhaustive way, by going through the most relevant extremes in the pension funds figure, which are: legislation, tax regime, return, risk, historical performance or behavior in the different economy cycles.

Keywords: pension funds, mutual funds, risk, return, comparison.

2. EL CONTRATO DE SEGURO

El ordenamiento jurídico español se ocupa de la definición del contrato de seguro en el artículo primero de la Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro²²:

“El contrato de seguro es aquel por el que el asegurador se obliga, mediante el cobro de una prima y para el caso de que se produzca el evento cuyo riesgo es objeto de cobertura a indemnizar, dentro de los límites pactados, el daño producido al asegurado o a satisfacer un capital, una renta u otras prestaciones convenidas.”

De esta definición se extraen varias notas esenciales; el contrato de seguro tiene carácter consensual, sinalagmático, oneroso, de tracto sucesivo y aleatorio. Consensual, porque precisa de un acuerdo de voluntades, sinalagmático porque genera obligaciones recíprocas, oneroso en tanto en cuanto no es posible constituirlo a título gratuito. Este contrato es de tracto sucesivo porque se va revisando periódicamente, y aleatorio porque depende de una contingencia de ganancia o pérdida, y no se trata de una condición del contrato.

2.1. Elementos personales y obligaciones del contrato de seguro

Los sujetos del contrato de seguro son:

²² Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro. Publicado en el BOE el 17 de octubre de 1890.

- El asegurador: persona jurídica que se compromete a pagar la indemnización cuando se produce el evento asegurado. Es requisito para la obtención de la autorización administrativa que sea sociedad anónima, cooperativa, mutua o mutua de previsión social.
- El beneficiario: persona designada en la póliza que tiene derecho a percibir la prestación derivada del contrato de seguro. En el supuesto de que se produzca la contingencia, será el destinatario de la indemnización pactada.
- El asegurado: persona titular del interés asegurado y expuesta al riesgo.
- El tomador: persona natural o jurídica que contrata y suscribe la póliza de seguro con el asegurador, por cuenta propia o de un tercero, y asume las obligaciones derivadas del mismo.

En cuanto a las obligaciones de las partes suscribientes del contrato, se analizarán primero las del tomador o asegurado³. Se ha de atender al artículo 16 de la Ley 50/1980, que establece el deber de comunicar al asegurador el acaecimiento del siniestro dentro del plazo de siete días de haberlo conocido, salvo que se haya fijado en la póliza un plazo más amplio, además de dar todo tipo de informaciones sobre las circunstancias y consecuencias del siniestro. El artículo 11 recoge el deber de información sobre la alteración de las circunstancias de riesgo, de acuerdo con el cuestionario y las estipulaciones del artículo 10 Ley 50/1980. El art. 17 LCS recoge el deber del tomador o asegurado de aminorar las consecuencias del siniestro, debiendo emplear los medios a su alcance. Por último, el tomador del seguro está obligado al pago de la prima (art.14 LCS). El asegurador está obligado, por su parte, a entregar al tomador del seguro la póliza o documento de cobertura provisional, obligación recogida en el artículo 5 de la Ley del Contrato de Seguro. Ha de pagar la prestación en caso de producirse el evento, y otorgar las garantías necesarias para cubrir el riesgo del asegurado.

2.2. Tipos de contrato de seguro

³ Narváez Bonet, Jorge E. "El contrato de seguro en el sector financiero", Grupo Editorial Ibáñez, pp. 98-113.

Es una realidad que las entidades aseguradoras ofrecerán tantos seguros como tipos de riesgos que cubren, en otras palabras, la contingencia cubierta determinará el tipo de contrato de seguro que se firme. Estos son los tipos de contrato de seguro más frecuentes en la práctica, que se clasificarán en primera instancia en tres grandes grupos, de los cuales se analizarán las clases de seguros personales, por encontrarse el objeto del trabajo dentro de esta clasificación:

1. Seguros personales.

Los seguros personales son aquellos cuyo objeto asegurado es la persona. Se trata de pólizas que protegen al asegurado frente a aquellas contingencias que pueden causar un perjuicio económico. A su vez, los podemos desglosar en cinco tipos:

- Seguros de vida: se caracterizan principalmente en que el pago de la cantidad pactada en el contrato depende del fallecimiento o supervivencia del asegurado. Son típicos de esta clasificación los seguros de fallecimiento, los de supervivencia y los mixtos.
- Seguros de Accidentes personales: su objeto consiste en la prestación de asistencia médica o la indemnización en caso de accidentes que provoquen la muerte o incapacidad del asegurado.
- Seguros de Salud o Enfermedad: este seguro se diferencia del anterior en que la prestación suele ser médica, asistencial o de carácter económico para cualquier tipo de dolencia o enfermedad. Puede ser de asistencia sanitaria, de reembolso de gastos médicos o de indemnización.
- Seguros de Dependencia: la dependencia se produce en el caso de que una persona no sea capaz de valerse por sí misma, ya sea por razones de edad, discapacidad o limitación.

- Planes de pensiones: los planes de pensiones garantizan una serie de prestaciones económicas orientadas a la jubilación y complementarias a las que se tuviese derecho por haber cotizado en el sistema público de previsión social. De especial relevancia por ser el objeto del estudio que nos ocupa, este tipo de seguro es más un producto de ahorro financiero a largo plazo dependiente de las aportaciones voluntarias de sus partícipes, como más tarde se detallará.

2. Seguros de daños o patrimoniales

Los seguros de daños o patrimoniales son aquellos cuyo objetivo principal consiste en la reparación de un posible perjuicio patrimonial consecuencia de un siniestro. Estos, a su vez, se pueden dividir en dos grandes grupos: los seguros de cosas (indemnizan las pérdidas patrimoniales de un bien concreto) y los seguros de responsabilidad (garantiza la responsabilidad civil en la que el asegurado pueda incurrir frente a terceros).

3. Seguros de prestación de servicios

En este tipo de seguros se incluyen aquellos ramos en los que la obligación del asegurador deviene en la prestación de un servicio al asegurado, o incluso a veces también la reparación mediante una indemnización económica.

3. PLANES Y FONDOS DE PENSIONES

3.1. Planes de Pensiones

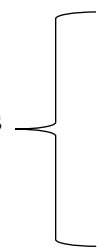
Los Planes de Pensiones son productos financieros de ahorro a largo plazo que tienen un carácter finalista, es decir, están diseñados para cubrir determinadas contingencias, principalmente la jubilación. Se constituyen de manera voluntaria, con la

finalidad de otorgar prestaciones económicas a los partícipes en caso de jubilación, viudedad, incapacidad permanente, dependencia, enfermedad grave, desempleo de larga duración y fallecimiento⁴. La prestación varía dependiendo de las aportaciones de los partícipes, y de los rendimientos obtenidos por el Fondo de Pensiones en el que quede integrado el Plan de Pensiones.

Es oportuno referir a la interpretación del legislador, que recoge el concepto de los planes de pensiones y la propia normativa reguladora de los planes y fondos de pensiones en España, en el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones. Reza así en su artículo 1, apartado 1º: *“Los planes de pensiones definen el derecho de las personas a cuyo favor se constituyen a percibir rentas o capitales por jubilación, supervivencia, viudedad, orfandad o invalidez, las obligaciones de contribución a los mismos y, en la medida permitida por la presente Ley, las reglas de constitución y funcionamiento del patrimonio que al cumplimiento de los derechos que reconoce ha de afectarse”*.

3.1.1. Elementos de los Planes de Pensiones

Los elementos personales encuentran su regulación en el artículo 3 del TRLRFPF:

- Sujetos constituyentes 
 - Promotor del Plan:* puede ser una empresa, sociedad, entidad, corporación asociación o sindicato que promueva su creación o participe en su desenvolvimiento
 - Partícipes:* personas físicas en cuyo interés se crea el Plan, independientemente de que las aportaciones las realicen estos.

- Beneficiarios: son las personas físicas con derecho a la percepción de las prestaciones, hayan reunido o no la condición de partícipes.

3.1.2. Categorías de Planes de Pensiones

⁴ Dirección General de Seguros y Planes de Pensiones – <http://www.dgsfp.mineco.es>

El criterio de clasificación de los Planes de Pensiones está determinado por la vocación inversora del Fondo de Pensiones en el que queden integrados. Por lo tanto, en función de su vocación inversora, los fondos pueden ser:

- *Renta fija a corto plazo:* no incluye activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente sea de renta fija. La duración media de la cartera será inferior o igual a dos años.
- *Renta fija a largo plazo:* no incluye activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija. La duración media de la cartera será superior a dos años.
- *Renta fija mixta:* menos de un treinta por ciento de la cartera de activos en renta variable.
- *Renta variable:* entre el 30% y el 75% de la cartera de activos ha de estar invertido en renta variable.
- *Garantizados:* planes para los que exista una garantía externa de un determinado rendimiento, otorgada por un tercero.

3.2. Fondos de pensiones

Encuentran su regulación en la citada previamente TRLRFPF⁶, que dedica el artículo 2 a la naturaleza de este instrumento financiero: “*Los fondos de pensiones son patrimonios creados al exclusivo objeto de dar cumplimiento a planes de pensiones, cuya gestión, custodia y control se realizarán de acuerdo con la presente Ley*”.

⁵ INVERCO: categorías de planes de pensiones. <http://www.inverco.es/28/33/37>

⁶ Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones. Publicado en el BOE el 13 de diciembre de 2002.

Se trata, por tanto, de patrimonios sin personalidad jurídica, orientados al único objeto de dar cumplimiento a los Planes de Pensiones integrados en él. Se encuentran constituidos por las aportaciones de los partícipes de los Planes integrados en el fondo, más los rendimientos obtenidos a resultas de su actividad inversora.

3.3. Modalidades de Planes y Fondos de Pensiones

Atendiendo a la clasificación de INVERCO, Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva, los Planes de Pensiones se clasifican según dos factores⁷:

1. Según sus sujetos constituyentes y Fondos de Pensiones en los que se encuentran:

Sistema de Empleo → su promotor es la empresa, sociedad, corporación o entidad, y sus partícipes son los empleados del promotor. Se integran en los Fondos de Pensiones de Empleo.

Sistema Asociado → su promotor es una asociación o sindicato, y sus partícipes asociados, miembros o afiliados. Se integran en los Fondos de Pensiones Personales.

Sistema Individual → su promotor es una entidad de carácter financiero, y los partícipes personas físicas. Se integran en los Fondos de Pensiones Personales.

Es preciso señalar que los Planes de Pensiones de Empleo y Asociados admiten la acción de uno o varios promotores, mientras que los Planes de Pensiones Individuales, sólo admiten un promotor. En cuanto a los promotores de los Fondos de Pensiones, en los Personales, corresponde la promoción única y exclusivamente a su entidad gestora. No obstante, en los Fondos de Pensiones de Empleo, su régimen es más libre, pudiendo ser promotor cualquier empresa, sindicato, confederación,

⁷ INVERCO: modalidades de fondos de pensiones. <http://www.inverco.es/28/0/94>

federación y asociación empresarial legitimados para ello, y en ausencia del mismo, ha de serlo la Gestora del Fondo de Empleo.

2. Según sus obligaciones:

Dependiendo de las obligaciones estipuladas en el contrato, los Planes presentan las siguientes modalidades:

Planes de Aportación Definida: está predeterminada la cuantía de las aportaciones de los partícipes o de los promotores de los Planes.

Planes de Prestación Definida: está predeterminada la cuantía a percibir por los beneficiarios.

Planes Mixtos: su objeto es, simultánea o separadamente, la cuantía de la prestación y la cuantía de la contribución.

3.4. Órganos de Gestión de Planes y Fondos de Pensiones

3.4.1. Comisión de Control del Plan de Pensiones

La Comisión de Control de Planes y Fondos de Pensiones es el órgano al que corresponde la supervisión del funcionamiento, ejecución, y cumplimiento de las cláusulas referentes a los derechos de partícipes y beneficiarios del Plan de Pensiones. Se constituye por representantes de los promotores, los partícipes y, en su caso, de los beneficiarios. Este tenor está incluido en el artículo 7 del TRLRPPFP.

3.4.2. Comisión de Control del Fondo de Pensiones

Esta comisión es un órgano de carácter administrativo encargado de la supervisión de los planes adscritos, la observancia del cumplimiento de las normas, y el nombramiento de expertos que exija la ley, entre otras. Si el fondo de pensiones gestiona a su vez varios planes,

la Comisión de Control del Fondo ha de estar integrada por representantes de todas las Comisiones de Control de los planes que componen el fondo.

3.4.3. Entidad Gestora

Regulada en el Capítulo VI del RD 1/2002 junto a las entidades depositarias, se trata de sociedades anónimas, que previa aprobación de solicitud administrativa, reúnen los requisitos exigidos en el artículo 20. A esta entidad le corresponde la llevanza de la contabilidad del fondo, la protección de los derechos de los partícipes del fondo y la estrategia de inversión que seguirá el fondo.

3.4.4. Entidad Depositaria

Entidad de crédito a la que corresponde la custodia y depósito de valores mobiliarios y activos financieros y que ha de estar domiciliada en España. La entidad ha de tener la autorización para esta actividad y ha de estar inscrita en el registro especial de “Entidades Depositarias de Fondos de Pensiones” del Ministerio de Economía y Hacienda.

4.FONDOS DE INVERSIÓN

4.1. Concepto

El Banco Central Europeo define fondo de inversión como una institución de inversión colectiva con el objeto de captar fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores o instrumentos, financieros o no.

Un fondo de inversión es un vehículo financiero de inversión directa a partir del cual se ponen en común capitales de distintos inversores con el objetivo de, a partir de una estrategia de inversión específica que guiará la manera de invertir en diversos activos, para lograr unos determinados propósitos (Elton E.J. et l., 2011).

En otro orden de cosas, el funcionamiento se debe a los inversores, que realizan aportaciones al fondo a cambio de un número de participaciones, representativas de la parte proporcional del patrimonio del fondo correspondiente. Estas participaciones forman parte del patrimonio del inversor y son comercializadas por una entidad financiera. El Banco Central Europeo incide en la importancia de la colectividad para que el fondo de inversión en cuestión se ajuste a la definición de este órgano. Esta nota de colectividad se manifiesta haya un inversor mayoritario, siempre que se permita el acceso a otros inversores, e incluso cuando se considera una filial que a su vez pertenece a un fondo de inversión, sirviéndole de “vehículo de inversión” al fondo progenitor. No obstante, no se consideraría como fondo de inversión aquel está vinculado a empresas de seguros y a su vez se dedique a comprar acciones o unidades emitidas por su compañía matriz, siendo la matriz a su vez la única propietaria de la filial.

Los Fondos, por su parte, invierten las suscripciones recibidas fundamentalmente en valores financieros. Este poder de decisión de inversión recae sobre las Sociedades Gestoras de los Fondos de Inversión (SGIIC), y las entidades custodias de esas aportaciones son las Entidades Depositarias, generalmente entidades de crédito o agencias de valores.

4.2. Categorías

Los fondos de inversión se clasifican atendiendo al criterio de su vocación inversora. De esta forma, existen fondos:

- *Monetario a corto plazo:* no presenta exposición a renta variable o a riesgo divisa, tampoco materias primas. Tiene como objetivo mantener el principal y obtener una rentabilidad acorde a los tipos del mercado monetario. Invierten en determinados instrumentos financieros de elevada calidad crediticia. Deben aceptar suscripciones y reembolsos diariamente. Duración media de la cartera menor o igual a 60 días, vencimiento menor o igual a 120 días y vencimiento legal residual de los activos menor o igual que 397 días.

- *Monetario:* no presenta exposición a renta variable o a riesgo divisa, tampoco materias primas. Tiene como objetivo mantener el principal y obtener una rentabilidad acorde a los tipos del mercado monetario. Invierten en determinados instrumentos financieros de elevada calidad crediticia. Deben aceptar suscripciones y reembolsos diariamente. Duración media de la cartera menor o igual a 6 meses, vencimiento menor o igual a 12 meses y vencimiento legal residual de los activos menor o igual que 2 años., siempre que el plazo para la revisión del interés sea menor o igual que 397 días.
- *Renta fija euro:* sin exposición a renta variable, exposición menor del 10% en riesgo divisa.
- *Renta fija internacional:* sin exposición a renta variable, la exposición en riesgo divisa puede ser mayor al 10% en riesgo divisa.
- *Renta fija mixta euro:* exposición a renta variable menor de 30% y a riesgo divisa menor o igual a 30%.
- *Renta fija mixta internacional:* exposición a renta variable menor de 30%, a riesgo divisa puede ser incluso mayor.
- *Renta variable mixta euro:* exposición a renta variable entre 30% y 75%, exposición a riesgo divisa menor o igual de 30%.

- *Renta variable mixta internacional*: exposición a renta variable entre 30% y 75%, exposición a riesgo divisa puede ser mayor de 30%.⁸
- *Renta variable euro*: exposición a renta variable mayor de 75%, exposición a riesgo divisa menor o igual al 30%.
- *Renta variable internacional*: más del 75% de exposición en renta variable.
- *IIC de gestión pasiva*: fondos que replican o reproducen un índice, incluidos Fondos cotizados, así como Fondos con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.
- *Garantizado de rendimiento fijo*: Fondos para los que existe una garantía de un tercero y que asegura la inversión más un rendimiento fijo.
- *Garantizado de rendimiento variable*: Fondos con la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de la inversión inicial más una posible cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo. Además, incluye los Fondos con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte de un patrimonio.

⁸ Para las categorías de renta fija mixta euro, renta fija mixta internacional, renta variable mixta euro, y renta variable mixta internacional, en el porcentaje de exposición total en riesgo divisa computa la suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera de la zona euro más la exposición al riesgo divisa.

- *De garantía parcial:* Fondos con objetivo concreto de rentabilidad a vencimiento, ligado a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo, para el que existe la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial. Además, incluye los Fondos con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial y realiza una gestión activa de parte del patrimonio.
- *Retorno absoluto:* Fondos con un objetivo de gestión, no garantizado, conseguir una determinada rentabilidad/riesgo periódica. Para ello sigue técnicas de valor, “relative value,” dinámicas...
- *Global:* Fondos cuya política de inversión no encaje en ninguna de las vocaciones descritas previamente.

5. DIFERENCIAS ENTRE FONDOS DE PENSIONES Y FONDOS DE INVERSIÓN.

5.1. Fiscalidad

5.1.1. Fiscalidad de los Fondos de Pensiones.

En orden a analizar la fiscalidad de este instrumento, hemos de diferenciar dos momentos en la vida del plan, las aportaciones y las prestaciones.

En el caso de las aportaciones destaca su flexibilidad, distinguiendo entre aportaciones periódicas (mensuales, trimestrales) de las extraordinarias. Dentro de las mismas, las que realiza la empresa y por cuenta del trabajador se imputan como rendimientos del trabajo, a la base imponible del Impuesto de la Renta sobre las Personas Físicas. En el

caso de las aportaciones satisfechas a los planes, tanto por el empresario como por los trabajadores generan derecho a reducciones del IRPF sujetadas a los límites de la LIRPF.

Las prestaciones son la figura que otorga derecho a cobro en caso de contingencia prevista a favor de los beneficiarios de los planes de pensiones. La prestación a recibir varía dependiendo de su periodicidad o número de pagos, diferenciando entre capital, renta vitalicia o temporal, rentas mixtas (combinación de las anteriores) o rentas alternativas (sin periodicidad en el pago). Fiscalmente, se tienen en consideración las prestaciones percibidas por los beneficiarios. No tributa el cambio de un plan de pensiones a otro, solo las aportaciones o las prestaciones que se den en los mismos.

5.1.2. Fiscalidad de los Fondos de Inversión

La primera particularidad de los fondos de inversión en cuanto a su tributación reside en la no sujeción de las aportaciones a tributación. Es más, el partícipe de un fondo de inversión sólo tributa cuando realiza el reembolso de las participaciones, es en este momento cuando se genera un rendimiento que puede ser positivo o negativo, considerados como ganancia o pérdida patrimonial a efectos fiscales. Han de integrarse en la base imponible del ahorro en el IRPF, tributando según los tramos indicados en la ley:

- Hasta 6000 euros: 19%
- Entre 6000 y 50000: 21%
- Más de 50.000: 23%

En el supuesto de tributación en Navarra o País Vasco, se aplican los tramos estipulados en cada una de sus regulaciones autonómicas pertinentes. Cabe señalar que queda exento de tributación el traspaso de capitales entre fondos de inversión, es decir, si cambias tu inversión de un fondo a otro, no es preciso pagar impuestos por las ganancias obtenidas hasta la fecha. Estas ganancias reciben la denominación de plusvalía latente.

Es por estos argumentos expuestos por los que se puede concluir que la gran ventaja fiscal de los fondos de pensiones respecto de los fondos de inversión reside en las aportaciones. Las

rentas de los fondos de pensiones se integran en la base imponible general, pueden ser aplicadas reducciones en concepto de aportación. En cambio, las rentas de los fondos de inversión se integran en la base del ahorro. Consecuentemente, se puede prever una mayor fiscalización a priori de los fondos de inversión, sin perjuicio de la particularidad del caso y el momento concreto.

5.2. Rendimiento.

En lo referente al rendimiento o rentabilidad ambos instrumentos coinciden en el seguimiento de una política de inversión redactada previamente y que establece los objetivos de riesgo y rentabilidad o los límites o limitaciones a la capacidad inversora. Coinciden en su naturaleza de vehículos de ahorro-inversión concebidos para la inversión a largo plazo, sin perjuicio del foco en la jubilación como objetivo principal de los fondos de pensiones. La rentabilidad efectiva final de la inversión depende en ambos vehículos no solo de los rendimientos o rentabilidades del fondo, sino también de la fiscalización del capital invertido y reembolsado y las comisiones o costes aplicados al mismo, que pueden manifestarse en comisiones de gestión, de reembolso, etc.

5.3. Costes y liquidez

En términos de liquidez, la principal desventaja de los fondos de pensiones se encuentra en la imposibilidad de retirada de capital en un periodo mínimo de 10 años, excepto supuestos extraordinarios de paro de larga duración o enfermedad grave. En este sentido, los fondos de inversión permiten movilidad plena en cuanto a aportaciones y retiradas de capital, pudiendo la gestora del fondo aplicar comisiones de reembolso por salir antes de determinado plazo.

La pretensión de analizar los costes de estos instrumentos precisa de la enfatización en uno de los principales costes en los que incurre el inversor en cualquiera de los vehículos, las comisiones. Los fondos de inversión pueden aplicar comisiones de suscripción, de reembolso, de gestión y de depósito o custodia. Estas figuras quedan reguladas en la *Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva* (modificada por la *Ley*

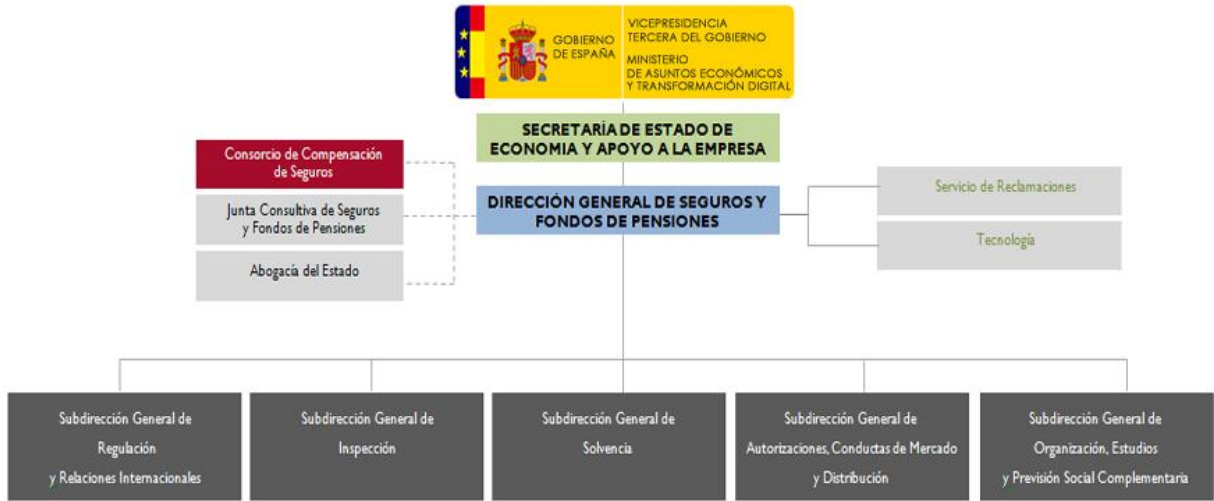
31/2011, de 4 de octubre) y en el *Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio* que la desarrolla. Los fondos de pensiones pueden aplicar comisiones de gestión, de depósito, de cuenta de resultados y todas reguladas en el *Real Decreto 681/2014, de 1 de agosto*.

5.4. Organismo supervisor.

Las Instituciones de Inversión Colectiva responden ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El artículo 30 del *Real Decreto 1082/2012, de 12 de octubre* (norma que aprueba el reglamento desarrollo de la *Ley 35/2003, de IIC*), recoge una lista *numerus clausus* de hechos relevantes que deberán comunicar a la organización. Dicho precepto reza así:

“1. Las IIC deberán hacer público cualquier hecho específicamente relevante para la situación o el desenvolvimiento de la institución, mediante su inmediata comunicación a la CNMV, posterior difusión por esta e inclusión en el informe trimestral y anual o semestral inmediato.”

La Dirección General de Seguros es el órgano administrativo encargado de la supervisión de los Fondos de Pensiones, y depende a su vez de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la empresa adscrita al Ministerio de Economía y Empresa, en concordancia con el *Real Decreto 1046/2018, de 24 de agosto*. En contraste con la CNMV este organismo tiene competencias más proteccionistas en ocasiones ejecutivas que desdibujan la línea de su naturaleza supervisora.



6. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS PLANES DE PENSIONES DE ESPAÑA Y EUROPA. PERSPECTIVA INTERNACIONAL DE LOS PLANES DE PENSIONES ESPAÑOLES.

En las próximas décadas las economías mundiales se enfrentarán al incremento de la presión que ejercerá sobre las finanzas públicas el envejecimiento de la población. Consecuentemente, numerosos organismos e instituciones internacionales han entrado a tomar parte en el estudio e investigación de las posibles alternativas, soluciones, o recomendaciones de mejora aplicables en los distintos países para la protección de las prestaciones públicas por jubilación, entre otros.

6.1. Los planes de pensiones en España

Los sistemas de pensiones en España se enfrentan a los mismos retos que afectan a la población de forma internacional y, por tanto, generalizada, con la complejidad añadida de que ciertos aspectos a superar se revelan con especial fuerza en el país, y que el tronco legislativo no ha sido objeto de discusión desde su aprobación a comienzos de siglo. Organismos como la OCDE, BCE, CE, PE o el FMI, han animado a muchos países en la acometida de las reformas necesarias bajo la pretensión de garantizar la sostenibilidad a largo plazo. La principal medida común internacional consiste en la modificación de los parámetros estructurales que sirven de base al cálculo de las prestaciones públicas por jubilación.

6.1.1. Situación actual de los planes de pensiones nacionales.

Organismos internacionales y Gobiernos convergen en la postura a adoptar con el objetivo de reducir la tasa de sustitución de las pensiones públicas, que queda en desequilibrio al implementar las medidas de modificación de parámetros estructurales de las pensiones (vid supra) como el aumento en la edad de jubilación, estímulos a la prolongación de la vida laboral, o la extensión de los años a considerar en el cálculo de las pensiones. En

este sentido, ambos impulsan o promueven el impulso de un sistema integral público y privado, mediante el desarrollo de sistemas complementarios públicos o privados.

El Instituto Nacional de Estadística prevé un decremento de la población en los próximos cincuenta años, reduciéndose el número de los 46,5 millones actual a los 41 millones consecuencia de la combinación de los efectos del crecimiento vegetativo poblacional, y los movimientos migratorios. A esta circunstancia es necesario añadir el sensible aumento de la esperanza de vida que se espera como la más alta de la Unión Europea. Estima este organismo también el número de personas mayores de 65 años en 2065 en 16 millones, lo que llevaría a una situación de apenas un cotizante por pensionista español, frente a la proporción 2:1 actual. No obstante, España es, junto con Austria, el país ofertante de la mayor tasa de sustitución en el sistema público, ofreciendo un 73,9% frente al 40,6% de media, datos que contrastan con los de los principales países de la OCDE (Reino Unido, Japón, Suiza, Suecia, etc.) que se encuentran por debajo de dicha media.

La primera reforma acometida por el ejecutivo español versa sobre la modernización, actualización y adecuación del sistema de Seguridad Social, la Ley 27/2011, de 1 de agosto. Este texto precede al Real Decreto-ley 5/2013, o la ley 23/2013, textos enfocados al propósito de dotar de mayor sostenibilidad al sistema de la Seguridad Social y al impulso efectivo del envejecimiento activo.

Pese a los intentos de los distintos Gobiernos de combatir el previsible deterioro de los sistemas de pensiones, en España es evidente la insuficiencia de los sistemas complementarios, por tres razones esenciales:

- La elevada tasa de sustitución del sistema público impeditiva del desarrollo de una cultura de ahorro provisional, pues la necesidad de complementar la pensión con ahorro procedente de los ingresos privados no ha sido percibida por el futuro pensionista español. Paradójicamente la elevada tasa de sustitución ha sido el principal motivo de orgullo de los representantes españoles.

- La desinformación sobre la cobertura de pensión del sistema público.

- La rigidez jurídica de los sistemas privados de pensiones y la insuficiencia de incentivos a su desarrollo.

En último lugar, se debe señalar que las medidas legislativas de 2011 y 2013 inciden en los dos primeros aspectos, con el efecto principal de provocar la acomodación de la tasa de sustitución a niveles europeos, además de ayudar a la transparencia en el funcionamiento del sistema. Sin embargo, no se potencia en España el desarrollo de los Planes de Pensiones desde 1987, particularmente el de sistema empleo, inalterado. Esta problemática reviste gravedad, si se considera que las PYMES y autónomos conforman el 89% de los puestos de trabajo del país según la OCDE. Pese a los avances en la regulación financiera de este instrumento, si quiera la última reforma fiscal incorpora medida alguna de estímulo a los planes de pensiones privados, lo que incita a reflexionar sobre la necesidad de introducir nuevos parámetros para hacer sostenible el sistema de reparto e impulsar los Planes de Pensiones en las empresas.

6.1.2. Recomendaciones.

España, en su condición de Estado miembro de la Unión Europea, puede tomar ejemplo o seguir recomendaciones de órganos como la Comisión Europea, el Parlamento Europeo, o el Banco Central Europeos. A nivel internacional, existen dos organismos de gran relevancia en la industria de los servicios financieros y que encuentran entre sus actividades la investigación en materia de pensiones, como el Fondo Monetario Internacional, o la OCDE. Se resumen y analizan las recomendaciones de la OCDE en su informe “OCDE: Perspectivas de Pensiones, 2016”:

- Existe una paradoja entre la creciente importancia que están recibiendo los planes de pensiones privados como complemento de los sistemas de reparto público, y ciertas carencias relacionadas con la cultura de ahorro provisional española.

- Diversificar las fuentes de financiación de la jubilación, con alusión directa a los planes de pensiones privados, cuyo aumento repercutiría de forma beneficiosa a la diversificación.

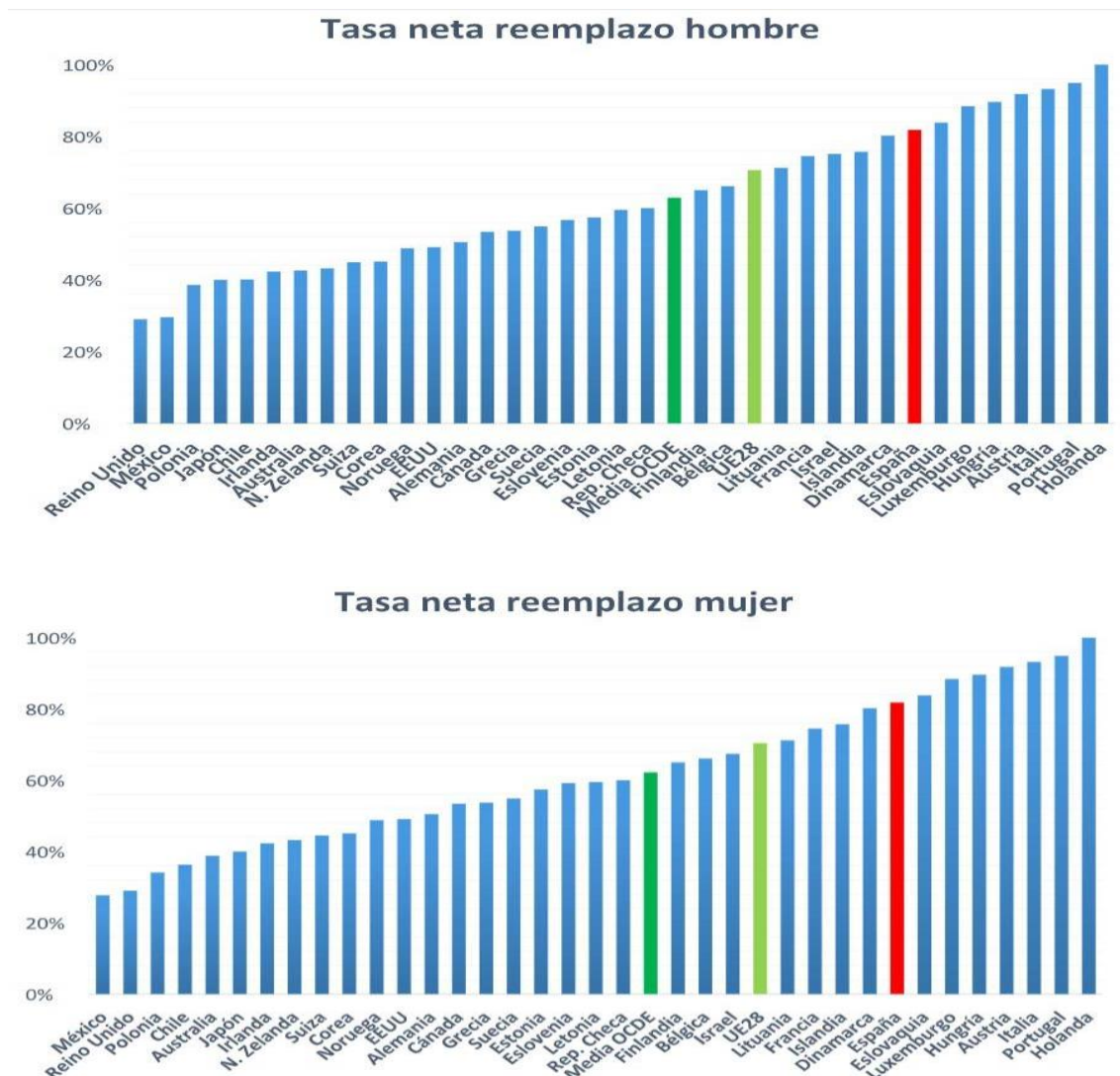
6.2. Perspectiva internacional: posicionamiento de España.

6.2.1. Tasa de sustitución: comparativa internacional.

La tasa de sustitución, también conocida como tasa de reemplazo, es un indicador de la capacidad de un sistema de pensiones de proporcionar unos ingresos adecuados en el momento de la jubilación comparados con los ingresos que el trabajador percibía cuando se encontraba en activo. Hemos señalado en el apartado anterior que España cuenta con una tasa de sustitución del 70%, en el informe OCDE: Pensions at glance, 2015⁹ se estimaba la tasa bruta de sustitución en un 80%, duplicando la media europea. Este obstáculo se viene salvando a raíz de la reforma introducida en 2013, que busca una paulatina e inevitable equiparación entre la tasa de sustitución española y la media europea.

Se procede a la exposición de los datos relativos a la comparativa internacional de la tasa de sustitución o reemplazo con información extraída por la OCDE. Adviértase la igualdad en nuestro país en el porcentaje de reemplazo para hombres y mujeres, lo que contrasta con otros sistemas extramuros, que distingue entre mujeres y hombres a la hora de constituir su plan de jubilación. En 2017, España se encuentra en el octavo puesto de la OCDE de países que ofrecen una mejor tasa de reemplazo, mejorando la media de la OCDE y europeas.

⁹ Queisser, M., & Whitehouse, E. (2005). Pensions at a glance: public policies across OECD countries.



6.2.2. El Producto Interior Bruto (PIB) y su importancia en los sistemas de previsión de empleo. Comparativa internacional.

En palabras del Fondo Monetario Internacional, el Producto Interior Bruto mide el valor monetario de bienes y servicios finales, que son adquiridos por el usuario final, producidos en un país dado un periodo de tiempo concreto (este puede ser anual o trimestral). Es decir, tiene en cuenta todo el output producido dentro de las fronteras de un país, y está compuesto por bienes y servicios producidos para la venta en el mercado. También incluye la producción sin destino a mercado, como los servicios educativos o de defensa provistos por

el gobierno del país. Desde un punto de vista teórico, el PIB puede ser concebido de tres formas distintas:

- *Enfoque basado en gastos:* consiste en sumar todos los gastos finales o demanda agregada de los distintos agentes de la economía. Es decir, se trata de sumar el valor a precio de mercado de todas las compras realizadas de bienes y servicios finales. Esto incluye: el consumo de hogares e instituciones sin fines de lucro (C), la inversión de las empresas y familias (I), el gasto en consumo final del sector público (G) y el valor de las exportaciones netas (valor de las exportaciones (X) menos valor de las importaciones (M)).

$$\text{PIB} = C + I + G + X - M$$

- *Método del valor añadido:* sumar el valor de las ventas de los productos de las empresas pero restando, en cada caso, el valor de las materias primas y de otros bienes intermedios utilizados en la elaboración de dichos productos: con esto se obtiene el Valor Añadido Bruto. Los datos de valor agregado de las empresas se agrupan por sectores. En España se distinguen cuatro grandes sectores: Agricultura, ganadería y pesca; Industria; Construcción; y Servicios. La suma del Valor Añadido Bruto de cada sector da lugar al Valor Añadido Bruto Total. Después se restan los impuestos indirectos a las subvenciones.

$$\text{PIB} = \text{VAB (total)} + (\text{Tiind} - \text{Subv})$$

- *Método de la renta:* las rentas de los asalariados (RA), el Excedente Bruto de Explotación (EBE) y los Impuestos indirectos netos de subvenciones (Tiind – Subv). Las rentas de los asalariados incluyen salarios, compensaciones extra y cotizaciones por la empresa a la Seguridad Social.

$$\text{PIB} = \text{RA} + \text{EBE} + (\text{Tiind} - \text{Subv})$$

El PIB de un país es relevante en el análisis macroeconómico de los fondos de pensiones, se suele medir el gasto que destina cada estado en proporción a este parámetro. De hecho, el gasto público medio en los sistemas de previsión social ha alcanzado máximos en los últimos años¹⁰. El Banco Central Europeo (BCE) estima este gasto medio en el 12,4% del PIB, y es la partida dominante habitualmente de los presupuestos de los estados miembros, seguida por enfermedad y discapacidad, familia e hijos, desempleos y vivienda social. Según este informe, el gasto social representó en 2007 el 70% del gasto público, una media de aproximadamente el 30% del PIB.

CUADRO 4. GASTO EN PENSIONES (% PIB)								
	% PIB					VARIACIÓN % 1990-2011	% TOTAL GASTO PÚBLICO	
	1990	1995	2000	2005	2011		1990	2011
Alemania	9,5	10,5	11,2	11,5	10,6	12		23,4
Australia	3,1	3,6	3,8	3,3	3,5	14	8,5	9,7
Austria	11,4	12,3	12,2	12,4	13,2	16	22,1	26,1
Bélgica	9,1	9,3	8,9	9,0	10,2	12	17,4	19,0
Canadá	4,2	4,6	4,2	4,0	4,3	3	8,7	10,5
Chile		6,7	7,3	3,7	3,2			
Corea	0,7	1,2	1,4	1,5	2,2	206	3,7	7,4
Dinamarca	5,1	6,2	5,3	5,4	6,2	21	9,2	10,8
ESPAÑA	7,9	9,0	8,6	8,1	10,5	32		22,9
Estados Unidos	5,8	6,0	5,6	5,7	6,7	15	15,8	16,1
Finlandia	7,3	8,8	7,6	8,4	10,3	41	15,1	18,7
Francia	10,6	12,0	11,8	12,4	13,8	30	21,4	24,6
Grecia	9,9	9,7	10,8	11,8	14,5	46		28,0
Holanda	6,7	5,8	5,0	5,0	5,5	-19	12,2	10,9
Irlanda	4,8	4,3	3,1	3,4	5,3	8	11,5	11,2
Islandia	2,2	2,4	2,2	2,0	2,1	-4		4,5
Israel		4,5	4,7	4,9	4,8			11,4
Italia	11,7	13,2	13,7	14,0	15,8	35	22,2	31,9
Japón	4,8	6,1	7,3	8,5	10,2	112		24,4
Luxemburgo	8,2	8,8	7,5	7,2	7,7	-5	21,6	18,1
Méjico	0,4	0,7	0,8	1,2	1,8	309		7,9
Noruega	5,6	5,5	4,8	4,8	5,4	-4		12,4
Nueva Zelanda	7,3	5,6	4,9	4,2	4,9	-34	14,0	11,1
Polonia	5,1	9,4	10,5	11,4	10,8	110		24,9
Portugal	4,9	7,2	7,9	10,3	13,0	167		26,4
Reino Unido	4,8	5,3	5,3	5,5	5,6	17	11,6	11,7
República Checa	5,8	6,1	7,2	7,0	8,9	54		20,5
Suecia	7,6	8,2	7,2	7,6	7,4	-3		14,3
Suiza	5,5	6,5	6,5	6,6	6,6	19	18,5	19,5
Turquía	2,4	2,7	4,9	5,9	7,5	219		20,2
Media OCDE	6,2	6,7	6,8	7,0	7,9	28		17,5

La tabla muestra el gasto público de países miembros de la OCDE en los sistemas de pensiones en 1990 y 2011, proporcionando la variación porcentual que ha experimentado cada país en su gasto público destinado a esta materia. España gasta un 22,9% de su Producto Interior Bruto, dato que si se contrasta con los de sus vecinos directos parece muy similar, destinando Francia un 24,6% y Portugal un 26,4%. En cuanto a la variación que ha experimentado la cuantía de gasto (32%), también es similar a la de Italia (35%) y Francia (30%). Son llamativos en este sentido los datos relativos a Portugal y Corea, cuya variación muestra un 167% y un 206%, respectivamente.

¹⁰ Whiteford, P., & Whitehouse, E. (2006). Pension challenges and pension reforms in OECD countries. *Oxford review of economic policy*, 22(1), 78-94.

6.3. Conclusión.

Para concluir, si se considera que España dedica casi una cuarta parte del gasto público al sistema de pensiones y que tiene una tasa de reemplazo del 80%, deviene de forma axiomática la generosidad del sistema de Seguridad Social en comparación con otros países desarrollados. No obstante, y en concordancia con lo expuesto en este epígrafe, las finanzas públicas llevan años evidenciando su insostenibilidad, los problemas demográficos que les afectan acrecen también consecuencia de los avances tecnológicos y sanitarios. España es un país deficitario en lo que se refiere a la configuración de su sistema de pensiones, y pese a haber seguido la tónica de paliar estas deficiencias desde la primera reforma acometida en 1985, la pirámide poblacional progresa en su inversión adelantándose siempre a la posible reacción del legislador, y acercándose cada vez más a la hipótesis de un solo cotizante por cada jubilado. Las cotizaciones rondan el 30% del ingreso del trabajador, pretendiendo el Estado cubrir este déficit con ingresos procedentes de otros tributos, con el añadido de una historia reciente que comprende más de 25 años reduciendo beneficios con cada reforma, y cualquier analista augura la misma dirección en los próximos años.

7. ANÁLISIS DEL BINOMIO RENTABILIDAD RIESGO DE FONDOS DE PENSIONES.

En el siguiente epígrafe se procede al análisis de los fondos de pensiones del sistema individual. Para ello, escogeremos un fondo de pensiones de cada categoría, y lo enfrentaremos a un fondo de inversión con características similares que se analizará en el epígrafe 8. El proceso que se ha seguido en este análisis consiste en la selección de cinco categorías dentro del Sistema Individual del Sistema de Pensiones, con un fondo escogido de cada categoría, y se calcularán las métricas expuestas *infra*. Se pretende comprobar el comportamiento histórico de los fondos, y sus vicisitudes al enfrentarlos con otros productos financieros con características similares cuyas gestoras comercializan de forma similar, estudiando la famosa incógnita de qué instrumento puede llegar a ser más conveniente al inversor en el largo plazo.

7.1. El binomio rentabilidad riesgo. Parámetros y periodos observados.

La volatilidad o riesgo es una medida estadística de la dispersión de la rentabilidad de un valor o índice en el mercado. En la mayoría de ocasiones, a mayor volatilidad más arriesgado es el valor en cuestión. El riesgo se mide normalmente como la desviación típica o la varianza entre las rentabilidades de ese mercado o valor. En los mercados financieros, este parámetro se asocia con los cambios de tendencia en cualquier dirección, y en caso de que el parámetro sea mayor de un 1%, se considerará un mercado “volátil”.

Los parámetros calculados para analizar la evolución del binomio rentabilidad riesgo¹¹ en el periodo observado de estos fondos de pensiones son:

- La rentabilidad del período: la rentabilidad total del periodo es la rentabilidad total obtenida manteniendo una inversión durante un periodo dado de tiempo (Lawrence J. Gitman, 2005). Esto significa que el retorno obtenido consecuencia de haber invertido en el fondo de pensiones en cuestión en el inicio del periodo, hasta el 1 de enero de 2020 se corresponde con el porcentaje indicado en este apartado. La fórmula matemática utilizada es la siguiente:

$$\text{Rentabilidad del periodo} = \frac{\text{Ganancia o pérdida del periodo}}{\text{Valor de la inversión inicial}}$$

- La rentabilidad anualizada: relacionada con el tipo de rentabilidad descrito más arriba, indica el porcentaje de beneficio o pérdida que se obtendría si el plazo de inversión fuera de un año. Este parámetro se calcula para conocer el rendimiento y comparar

¹¹ Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2011). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. New York: John Wiley & Sons, Inc.

con otros instrumentos financieros con distintos horizontes temporales y plazos de vencimiento.

$$\left[\left[\frac{\text{Valor de reembolso}}{\text{Valor de suscripción}} \right]^{\frac{365}{\text{N}^\circ \text{ de días en que se genera la rentabilidad}} - 1} \right] \times 100$$

- El riesgo diario: la volatilidad o riesgo es una medida estadística de la dispersión de la rentabilidad de un valor o índice en el mercado. En este caso se ha empleado una volatilidad diaria, que mide las variaciones que sufren las rentabilidades de estos fondos diariamente dentro del periodo observado. Recibe el nombre de volatilidad histórica porque mide las fluctuaciones en los precios de los fondos de pensiones seleccionados en el periodo.
- Riesgo anual: para presentar la volatilidad de forma anualizada, es necesario multiplicar la desviación típica media diaria por la raíz cuadrada de 252, asumiendo que este último número significa el número de días del año cotizados.

$$\text{Volatilidad anualizada} = \text{Vol. diaria} * \sqrt{252}$$

7.2. Los fondos de inversión seleccionados. Observaciones.

La base de datos histórica que se ha utilizado para este análisis es *Datastream* (Bloomberg), contiene información diaria anual de los últimos 16 años, bajo la pretensión de incluir en el análisis un periodo lo suficientemente extenso en aras a la consecución de una mayor precisión en los resultados y la posibilidad de contemplar las distintas fases del ciclo económico europeo del siglo XXI.

7.2.1. Categorías y fondos seleccionados.

Las categorías y fondos analizados son los siguientes:

- En la categoría de Renta Variable Mixta, el fondo Bestinver Plan Mixto FP (N1177)
- En la categoría de Renta Variable, el fondo Zurich Star PP (N0135)
- En la categoría de Renta Fija Largo Plazo, el fondo Bk Renta Fija Largo Plazo PP (N0157)
- En la categoría Renta Fija Corto Plazo, el fondo Merchbank (N1175)
- En la categoría Renta Fija Mixta, el fondo Plancaixa 10 Renta Fija Mixta, PP (N1099)

Se ha analizado el Valor Actual Neto diario de cada fondo seleccionado en los últimos 16 años, desde el 1 de enero de 2003 hasta el 1 de enero de 2020, excepto en Renta Variable y Renta Fija Mixta, cuyo periodo contemplado comienza el uno de enero 2006.

FONDOS DE PENSIONES					
	Bestinver Plan Mixto FP	Zurich Star PP	Bk Renta Fija Largo Plazo PP	Merchbank	Plancaixa RFM PP
Rent. Período	307,95%	20,09%	-2,45%	-0,72%	36,49%
Rent. Anualizada	8,62%	1,08%	-1,23%	-0,06%	1,85%
Riesgo diario	0,61%	0,96%	0,07%	0,01%	0,54%
Riesgo anual	9,76%	15,26%	1,05%	0,15%	8,57%

Fuente: elaboración propia

Como se puede observar, en los últimos doce años existe una gran disparidad entre los fondos de pensiones contemplados. El fondo que presenta una mejor evolución es Bestinver Plan Mixto PP, que ha incrementado su valor en un 89,47% en los últimos 12 años. Los únicos fondos de la muestra que obtienen rentabilidad negativa en el periodo contemplado son los que concentran su cartera de forma única en productos de renta fija. Obsérvese que el inicio del periodo contemplado coincide también con los meses previos a la mayor crisis financiera de la historia moderna (2008), y esto ocasionó un decrecimiento de la mayoría de los activos financieros del mercado.

En otro orden de cosas, se puede observar como los fondos que peor se comportan en el periodo de los cinco seleccionados coinciden también con la categoría de renta fija, esto es, aquellos que no cuentan con activos de renta variable en sus carteras. Esta afirmación se

confirma si se contrasta con otros conocidos estudios como el del Profesor Fernández¹², en el que se puede apreciar como entre los fondos de pensiones con menor rentabilidad histórica predominan los de renta fija, y dentro de la misma, los de renta fija a corto plazo. Brahuén, Frehen, Otten y Lum (2007) en otro estudio también llegan a la conclusión de que entre el 40% y el 50% del patrimonio de los fondos de pensiones estadounidenses está invertido en la categoría de renta variable, esto sería entre 2,4 y 3 trillones de dólares en 2007 estaban invertidos solo en esta categoría.

La volatilidad o riesgo de los diferentes fondos observados deviene menor de uno por ciento en todos, circunstancia que halla su explicación en la misma definición del producto financiero objeto del análisis. En otras palabras, el carácter finalista del plan de pensiones se plasma en el nivel de riesgo que adoptan estos instrumentos. De los estudiados, encontramos cierta correlación entre el riesgo anual y la rentabilidad anualizada de los mismos. El mayor beneficiado es el fondo de la gestora *Bestinver*, que con menos de un 10% de riesgo anual obtiene una rentabilidad anualizada del 8,62% en el periodo observado.

8. ANÁLISIS DEL BINOMIO RENTABILIDAD RIESGO DE FONDOS DE INVERSIÓN.

La principal pretensión de este estudio es analizar las vicisitudes de los fondos de pensiones para el inversor como instrumento financiero de ahorro a largo plazo. En esta aspiración, resulta muy interesante analizar los fondos de inversión¹³, instrumentos de características similares, salvando las distancias, y que las principales gestoras nacionales e internacionales ofrecen dando incluso mayor publicidad en algunas ocasiones que a los fondos de pensiones. Si consultamos los datos reflejados en el informe anual de INVERCO¹⁴, en el año 2019 sólo los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios recogen un patrimonio de 276.886 millones de euros, más del doble de los 116.419 millones de euros de

¹² Fernández, Pablo & Acín, José F. "Rentabilidad de los Fondos de Pensiones en España. 2003-2018" SSRN, enero, 2019.

¹³ Cuthbertson, K., Nitzsche, D., & O'Sullivan, N. (2006). *Mutual Fund Performance*.

¹⁴ Informe anual Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones, 2019. INVERCO.

patrimonio total de los fondos de pensiones españoles (sistema individual, de empleo y asociado).

8.1. El binomio rentabilidad riesgo en los fondos de inversión. Parámetros y periodos observados.

En línea con lo expuesto, se estudiará en este epígrafe la evolución de los fondos de inversión seleccionados para las mismas categorías analizadas en el epígrafe anterior, sobre los fondos de pensiones. A lo largo de la primera década del siglo, la rentabilidad anual agregada (en términos netos, es decir, descontando los gastos) del conjunto de los fondos de inversión españoles ha oscilado entre valores del -4,2% y el 5,7%¹⁵. Si se comparan las rentabilidades de las distintas categorías de fondos sus diferencias son sustanciales, como consecuencia del diferente grado de riesgo asumido en cada una de ellas (CNMV, 2011).

Rentabilidad anual de los fondos de inversión (%)

CUADRO 1

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Total¹	-1,9	-1,6	-3,6	4,2	3,4	5,0	5,6	2,7	-4,2	5,7
R. fija ²	3,3	3,7	2,7	1,8	1,7	1,5	2,0	2,7	2,1	1,9
R. fija mixta ³	-0,1	-1,0	-3,6	3,7	3,8	5,0	4,2	1,9	-7,1	6,9
R. variable mixta ⁴	-6,9	-7,3	-17,0	10,1	6,2	11,9	10,3	2,7	-22,2	16,5
R. variable euro ⁵	-11,0	-13,8	-30,1	23,8	15,3	21,4	27,3	6,1	-39,8	32,4
R. variable internacional ⁶	-15,8	-20,6	-33,2	12,8	7,0	25,6	13,4	1,5	-41,7	37,3
Gar. renta fija	3,8	4,4	4,5	2,4	2,6	1,7	0,8	2,8	3,3	3,8
Gar. renta variable ⁷	-1,2	0,1	1,1	3,3	4,1	4,0	4,7	2,4	-2,6	3,6
Fondos globales	-6,1	-11,8	-12,7	4,8	2,2	6,2	4,1	1,5	-8,6	10,9

Fuente: CNMV

El cuadro muestra la evolución anual de las diferentes categorías de fondos de inversión en el periodo comprendido entre 2000 y 2009, ambos incluidos. Es apreciable la

¹⁵ Fernández, Pablo & Acín, José F. & Ortiz Pizarro, Alberto & Fernández Acín, Isabel. "Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España, 1999-2014" SSRN, Marzo, 2015.

característica de que los fondos de renta fija suelen tener una rentabilidad más estable, mientras que la volatilidad anual de las categorías de renta variable es más alta y se traslada a una mayor inestabilidad de su rentabilidad anual.

Se vuelven a analizar en este epígrafe la rentabilidad acumulada o del periodo con el mismo periodo contemplado en los fondos de pensiones, del 1 de enero de 2004 al 1 de enero de 2020, en aras de lograr una mejor comparación o más precisa entre ambos instrumentos que se detallará en el siguiente epígrafe, sobre la comparativa de rentabilidades de ambos instrumentos financieros.

7.2. Fondos de inversión seleccionados. Observaciones.

La base de datos utilizada en el análisis de los distintos fondos de inversión seleccionados es Datastream, servicio de la plataforma Bloomberg. Para este análisis, se utiliza el Net Asset Value histórico diario desde el 1 de enero de 2004 al 1 de enero de 2020. Como se ha expuesto, la finalidad de este estudio es contemplar la evolución de ciertos parámetros relativos al binomio rentabilidad riesgo en el largo plazo, esto es debido a la propia definición de los fondos de inversión como productos financieros a largo plazo y para lograr una mejor comprensión del comportamiento de su valor actual en los periodos económicos recesivos, ascendentes, y en general en todas las fases del ciclo económico. Los fondos de inversión seleccionados y sus categorías son los siguientes:

- En la categoría de Renta Variable Mixta, el fondo Bestinver Renta FI (ES011467503)
- En la categoría de Renta Variable, el fondo Caixabank Crecimiento Estándar FI (ES0164540009)
- En la categoría de Renta Fija Largo Plazo, el fondo Bankinter RF LP FI (ES0114837034)
- En la categoría Renta Fija Corto Plazo, el fondo Unifond Tesorería FI (ES0181036031)
- En la categoría Renta Fija Mixta, el fondo Deutsche Bank RFM FI (ES0114085030)

FONDOS DE INVERSIÓN					
	Bestinver Renta FI	Deutsche Bank RFM FI	Bankinter RF LP FI	Unifond Tesorería FI	Caixabank crecimiento estándar PP
Rent. Período	43,00%	61,24%	61,74%	12,88%	38,80%
Rent. Anualizada	2,13%	2,85%	2,87%	0,72%	1,95%
Riesgo diario	0,09%	0,21%	0,21%	0,01%	0,32%
Riesgo anual	1,37%	3,32%	3,32%	0,19%	5,00%

La tabla es el resultado de analizar el NAV de los fondos seleccionados en los últimos 16 años de vida. El fondo que muestra una mayor rentabilidad es el de Bankinter en la categoría de Renta Fija Largo Plazo, que ha incrementado su valor en el periodo analizado en un 61,74%, y presenta una rentabilidad anualizada de 2,87%. Casualmente, pues la muestra seleccionada es aleatoria y orientada a una comparación individual entre fondos de pensiones y de inversión, la rentabilidad del fondo de Deutsche Bank en la categoría de Renta Fija Mixta se asemeja bastante al de Bankinter. Los fondos de las categorías de renta variable y renta variable mixta también presentan una rentabilidad periodo cercana al 40%, y unas rentabilidades anualizadas que rondan el 2%. Esto significaría que de cada 1000 euros que se invirtiese en uno de estos fondos, el beneficio anual que se obtendría de la inversión sería de 20 euros. Un poco decepcionante a primera instancia, pues habría que considerar comisiones y gastos de gestión, que más tarde se analizarán. De otra parte, el fondo de Renta Fija Corto Plazo es el que presenta la rentabilidad más pobre, con un 0,72% de rentabilidad anual y un crecimiento en el periodo observado de 12,88%. Quizás esto guarde una considerable correlación con el hecho de que esta categoría sea la que cuente en su haber con menos fondos de inversión.

En lo que a la desviación típica se refiere, esto es, la medida de incertidumbre que utilizamos en este supuesto, que también recibe el nombre de riesgo o volatilidad, encontramos datos muy similares en los fondos seleccionados. Esto habla a favor de los fondos seleccionados, pues a menor riesgo, menor probabilidad de que la inversión se vuelva en contra de los partícipes. El fondo que presenta mayor riesgo diario (Caixabank) se corresponde con la categoría que tiene mayor concentración de activos de su carrera en renta variable (el 100%). Le siguen DWS Acciones, de Renta Fija Mixta, y Bestinver Renta, este último fondo de renta

variable mixta con un riesgo anual de 1,37% y diario de apenas 0,09%. Aquí encontramos el contraste de Unifond Tesorería con su baja rentabilidad, pues es el fondo seleccionado con menor riesgo distando mucho del resto de categorías, con apenas un 0,19% de riesgo anual asumido.

9. COMPARATIVA RENTABILIDADES DE LOS PLANES Y FONDOS SELECCIONADOS. FACTORES INFLUYENTES.

Una vez analizada la rentabilidad, riesgo, y las principales diferencias entre los instrumentos financieros que se comparan en el presente trabajo, corresponde poner de relieve los aspectos más influyentes en la rentabilidad de uno y otro producto, sin perjuicio del parámetro mismo: las comisiones y el tratamiento fiscal¹⁶. Estas dos variables influyen en la rentabilidad real o final obtenida por el inversor derivada de sus aportaciones, y entran una serie de variables que difícilmente se encuentran recogidas en algún estudio. De acuerdo con esto, en España habría que remitirse a la legislación en materia tributaria y a cada una de las gestoras propietarias de los fondos estudiados, para calcular de la forma más precisa la diferencia entre sus rentabilidades. Esto sería extrapolable a cualquier caso individual, proporcionando así este trabajo una visión real sobre el cálculo de la rentabilidad en cualquiera de los instrumentos observados¹⁷.

9.1. Tratamiento fiscal de los fondos de inversión y de pensiones. Influencia en la rentabilidad del fondo a largo plazo.

Los fondos de pensiones tienen dos momentos objeto de gravamen: las aportaciones y el rescate o reembolso de estos. En el momento de las aportaciones, y de forma anual, los

¹⁶ Martí Ballester, Carmen Pilar & Fernández Izquierdo, M^a Ángeles & Matallín Sáez, Juan Carlos. *“Análisis de las variables que determinan las comisiones en los planes de pensiones”*

¹⁷ Del Guercio, D., & Tkac, P. A. (2002). The determinants of the flow of funds of managed portfolios: Mutual funds vs. pension funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(4), 523-557.

partícipes de los planes de pensiones pueden gravarse la menor de las siguientes cantidades: 8.000 euros o el 30% de los rendimientos del trabajo y de las actividades económicas.

En caso de realizar la aportación a favor del cónyuge, posibilidad que permite la ley siempre y cuando éste obtenga rentas del trabajo o de actividades económicas inferiores a 8.000 euros anuales, cuenta el aportante con el límite máximo de aportación y desgravación de 2.500 euros anuales. Las personas en grado de parentesco (cónyuge, pariente o tutor) con el partícipe con discapacidad podrán ampliar en 10.000 euros su límite de aportaciones, estando esta ampliación destinada a realizar aportaciones en el plan del partícipe con discapacidad. El conjunto de reducciones practicadas por todas las personas que realicen aportaciones a favor de una misma persona con discapacidad, incluidas las de la propia persona con discapacidad, no podrá exceder de 24.250 euros anuales.

En el supuesto de rescate de capital del fondo de pensiones, recibe la consideración por la LIRPF¹⁸ de rendimientos del trabajo, debiendo tributar por este impuesto y sin la reducción contemplada hasta 2006 del 40% de la que gozaban las prestaciones de capital. Actualmente se equiparan los rescates de renta a los rescates en forma de capital, siendo el régimen aplicable desde el 1 de enero de 2015 aplicable sólo a las nuevas contingencias el que determina la reducción del 40% cuando se solicite el cobro de la prestación en el mismo ejercicio en que ocurra la contingencia o en los dos siguientes.

En lo que respecta a los fondos de inversión, ya se realizó una exposición bastante completa sobre el tratamiento fiscal que reciben por el ordenamiento jurídico español (*vid.* Epígrafe 5). No obstante, es de gran importancia el artículo 49 de la LIRP a este respecto, pues estos fondos otorgan a sus partícipes una posibilidad fiscal: la compensación de pérdidas. Los fondos de inversión tributan en el IRPF como rendimientos de capital mobiliario, quedando integrados en la base imponible del ahorro. Si los resultados de las inversiones son negativos, su importe compensa el saldo positivo de las ganancias y pérdidas patrimoniales con el límite del 25% de este saldo positivo. Cuando el inversor vende su parte del fondo, resulta la operación en una ganancia o pérdida patrimonial (concepto distinto de

¹⁸ Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio.

los rendimientos de capital mobiliario explicados), y en el caso de que este resultado fuese negativo, también se podrá compensar con el otro saldo de los rendimientos de capital mobiliario. Es oportuno precisar que para compensar el saldo negativo de ganancias o pérdidas patrimoniales, que también se integra en la base imponible del ahorro, el saldo de los rendimientos de capital mobiliario ha de ser siempre positivo, y también tiene la misma limitación del 25% de este saldo, para su compensación.

9.2. Comisiones de los fondos de inversión y de pensiones. Influencia en la rentabilidad.

En primer lugar, las comisiones de los planes de pensiones cuentan con la característica fundamental de que están asociadas a los servicios que prestan las entidades depositarias y las entidades gestoras. La entidad gestora es aquella que se encarga de administrar el patrimonio de los fondos de pensiones, mientras que la entidad depositaria ha de custodiar los activos financieros. La gestora del plan también es la responsable de la llevanza de la contabilidad del fondo, cuantificar la cuenta de posición, responder ante partícipes y beneficiarios, gestionar las aportaciones y prestaciones y controlar a la entidad depositaria, entre otras¹⁹. Las normas que se ocupan en nuestro ordenamiento jurídico de esta materia son Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y en el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio que la desarrolla.

En el caso de la entidad depositaria, también realiza una labor de control sobre la gestora del plan e instrumenta pagos y cobros, ejerce la compraventa de valores, emite los certificados correspondientes, etc. Estas actividades descritas son las que justifican el cobro de comisiones por parte de estas entidades, que habitualmente se descuentan del valor de los derechos consolidados y económicos de los partícipes y beneficiarios, respectivamente. Esta cantidad suele adoptar la forma de porcentaje sobre el Patrimonio del Plan de Pensiones y

¹⁹ *Comisiones en los Planes de Pensiones*. BBVA Asset Management

establece el legislador unos límites a las mismas con la mera intención de evitar abusos por parte de estas entidades.

La legislación, concretamente los preceptos contemplados en el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, es del 0,20 % por la comisión depositaria y de una media del 1,25 % por gestión. La comisión de gestión la determina el tipo de producto. Si fuese de renta fija, la comisión máxima sería el 0,85 %, si fuese de renta mixta, la comisión máxima del 1,30 % y en el caso de la renta variable, la comisión es de 1,50 %. En el caso de la comisión de depósito, puede ser hasta del 0,20%.

En lo que a fondos de inversión se refiere, cobran las mismas comisiones de gestión y depósito que los planes de pensiones, pero también cobran comisiones de suscripción y reembolso²⁰. Estas dos últimas comisiones pueden realizarse a favor de la gestora o del fondo, denominándose descuento a favor del fondo en este último caso, puesto que las comisiones de los fondos de inversión también son implícitas de manera habitual. La comisión de suscripción es aquella que cobra la gestora a cada partícipe de manera individual por invertir en el fondo. La de reembolso, por el contrario, cobra a cada partícipe también de forma individual, pero por desinvertir en el fondo, o dicho de otro modo, retirar capital invertido.

A efectos prácticos, interesan los máximos que pueden aplicar las entidades gestoras y depositarias, o incluso los fondos para estos tipos de comisiones, por lo que se procede al desglose de estas:

- Comisión de Suscripción, límite máximo: 5%
- Comisión de Reembolso, límite máximo: 5%
- Comisión de Gestión, límite máximo: 2,25%
- Comisión de Depósito, límite máximo: 0,2%

²⁰ CNMV, Consultas a registros oficiales, Fondos de pensiones:
<https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/MostrarListados.aspx?id=3>

9.2.1. Efectos de las comisiones sobre la rentabilidad anual. Ejemplos.

Para este ejemplo seleccionamos dos fondos que, entre los analizados en la muestra, presentan los parámetros relacionados con el binomio rentabilidad riesgo más similares. Estos fondos son, PlanCaixa RFM PP, para el fondo de pensiones, y Caixabank Crecimiento Estándar RFM para el fondo de inversión.

	Plancaixa	Caixabank Crecimiento
Rent. Período	36,49%	38,80%
Rent. Anualizada	1,85%	1,95%
Riesgo diario	0,54%	0,32%
Riesgo anual	8,57%	5,00%

Como es posible observar gracias a la tabla, sendos fondos obtienen una rentabilidad anual cercana al dos por ciento. La rentabilidad período, el riesgo diario y el riesgo anual que muestran ambos también presentan gran similitud, siendo el parámetro más relevante al caso concreto la rentabilidad periodo, en la que el fondo de pensiones de la gestora presenta una media de 36,49%, mientras que el fondo de inversión tiene un 38,80% de media.

Bajo la pretensión de ilustrar cómo se comportaría una inversión con las mismas características en un fondo u otro, imagínese una aportación de 1000 euros a cada fondo en el mismo momento y con la intención de retirar la inversión en 5 años. Como se ha expuesto, aquí es donde entran dos factores clave, si no esenciales, en la rentabilidad real que presentan ambos fondos; las comisiones y la fiscalidad.

Si se invierten 1000 euros en PlanCaixa y 1000 euros en Caixabank Crecimiento Estándar, con un horizonte temporal de inversión a 5 años, y siempre en el mismo momento para ambos, la cantidad invertida, sin descontar comisiones sería la siguiente:

PlanCaixa 10 RFM → $1000 * 0,0185 * 5 = 92,5€$

CaixaBank Crecimiento Estándar → $1000 * 0,0195 * 5 = 97,5$

Esta rentabilidad, bastante cercana a las más altas de los fondos seleccionados de la muestra, a 5 años de horizonte temporal de inversión, puede resultar muy ilustrativa del rendimiento esperado de un fondo. Si descontamos comisiones, pongamos sólo a mero ejemplo ilustrativo un total entre comisiones de suscripción, reembolso y gestión, del 6% de comisión, sobre el patrimonio total. Esto no quiere decir que en la práctica se realice de la misma forma, pues primero se aplicará la comisión de suscripción sobre el capital inicial aportado (en este caso 1000 euros, descontando un 2,25% de comisión de suscripción del fondo de inversión, luego al año podría aplicarse una comisión de gestión del 0,5% sobre el valor actual neto a 31/12), y por último se descontaría la comisión de reembolso sobre el NAV al retirar el capital del fondo. No obstante, da lugar a una ejemplificación muy significativa.

- Si el total de comisiones de PlanCaixa 10 RFM es de 1% (0,20% depósito, 0,8% de gestión), el capital real invertido sería 998€, el rendimiento de este a 5 años sería 92,315. En total la aportación al fondo de pensiones tendría un valor a los 5 años de 1090,315, y si descontamos la comisión de 0,8% de gestión, el valor del capital aportado y retirado del fondo a 5 años sería de 1081,59€.
- Si el total de comisiones de Caixabank Crecimiento Estándar es de 2% (1% de suscripción, 0,5% de gestión y 0,5% de reembolso), se invertirían 990€, con un rendimiento a 5 años de 96,525€ (en total: $990 + 96,525 = 1086,525€$). Sobre el total a 5 años descontamos el 0,5% de comisión de gestión más la comisión de reembolso, también de 0,5% (1% en total). El capital invertido, una vez reembolsado será de 1075,66%.

10. ANÁLISIS DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN LAS DISTINTAS FASES DEL CICLO ECONÓMICO

Este apartado tiene la pretensión de analizar el comportamiento histórico de los fondos de pensiones españoles desde una doble perspectiva. En primer lugar, se analizará el binomio rentabilidad riesgo de los fondos de pensiones del sistema individual en el periodo comprendido entre 2003 y 2019. Posteriormente se estudiará la evolución de los partícipes, el patrimonio y el número de fondos del sistema individual desde su creación. No obstante, antes de proceder al análisis de su evolución, se procede a definir las distintas etapas del ciclo económico.

10.1. Ciclos económicos. Fases.

Existe una amplia literatura sustentada en estudios empíricos acerca de los ciclos económicos, sus características y su evolución en países de la OCDE. Destacamos a los autores Artis, Marcellino y Proietti (2005) usan técnicas formales de reproducción de datos para determinar las fases en Europa. Fagan, Henry y Mestre (2001), en cambio, se centraron en definir las características de las mismas, pero si quiera antes de la famosa crisis financiera del 2008 había consenso doctrinal en lo que a la determinación de las distintas fases y sus características en el espacio europeo se refiere (Domenico Giannone, 2009). Previo al siglo XXI considera el autor relevante referir al estudio del Banco de España que trata esta materia de forma exhaustiva desde la perspectiva nacional y comparada: *The Spanish Business Cycle and its relationships to Europe*, de Eva Ortega.

Para el análisis que se lleva a cabo en este epígrafe se toman como referencia los modelos de Eurostat y el del informe del Banco de España de 2019 “*Business cycle patterns in European regions*”, de Gómez Loscos, Gadea y Bandres.

10.2. Comportamiento histórico del sistema individual español.

En el presente hemos seleccionado varios fondos de pensiones pertenecientes a distintas categorías para analizar su rentabilidad y evolución histórica e incluso la influencia de factores determinantes como la fiscalidad o las comisiones en los mismos. No obstante, en pos de aportar otra perspectiva en el análisis de este instrumento financiero se estudia en este apartado el comportamiento de los fondos de pensiones del sistema individual en su conjunto.

Tabla 4. Sistema individual. Rentabilidad histórica de los fondos para sus partícipes. Fuente: INVERCO

Diciembre de 2018		Rentabilidad promedio (%) 15 años: 2003 - 2018			Partícipes dic-18	Patrimonio (€ millones) dic-18
Categoría	Nº fondos	promedio	MAX	min		
RVMx Renta Variable Mixta	89	2,31	7,07	0,49	737.898	7.033
RV Renta variable	74	2,91	7,01	-0,58	512.715	5.269
RFMx Renta fija Mixta	136	1,88	4,22	-0,34	2.147.245	17.892
RFL Renta fija L/Plazo	34	1,87	3,34	0,98	590.862	3.755
RFC Renta fija C/Plazo	44	1,12	2,11	-0,28	574.354	3.595
Garantizados	8	3,08	4,46	2,09	152.591	2.173
Todos	385	2,11	7,07	-0,58	4.583.843	39.717

Se escoge el trabajo del profesor Fernández para abordar este apartado. Se puede observar cómo recoge un gran número de fondos de cada categoría y compara su rentabilidad media en los últimos 15 años. En este caso se puede concluir que cuanto mayor es la concentración de la cartera del fondo de pensiones en renta variable, más rentabilidad media se obtendrá. Además, si observamos las columnas de máximo y mínimo, indican que la mayor tasa de riesgo o volatilidad que asumen los fondos de renta variable también se plasma en mejores resultados, siendo los fondos de las categorías de Renta Variable Mixta y Renta Variable los que mayor rentabilidad promedio obtienen en 15 años, sin perjuicio de los fondos garantizados.

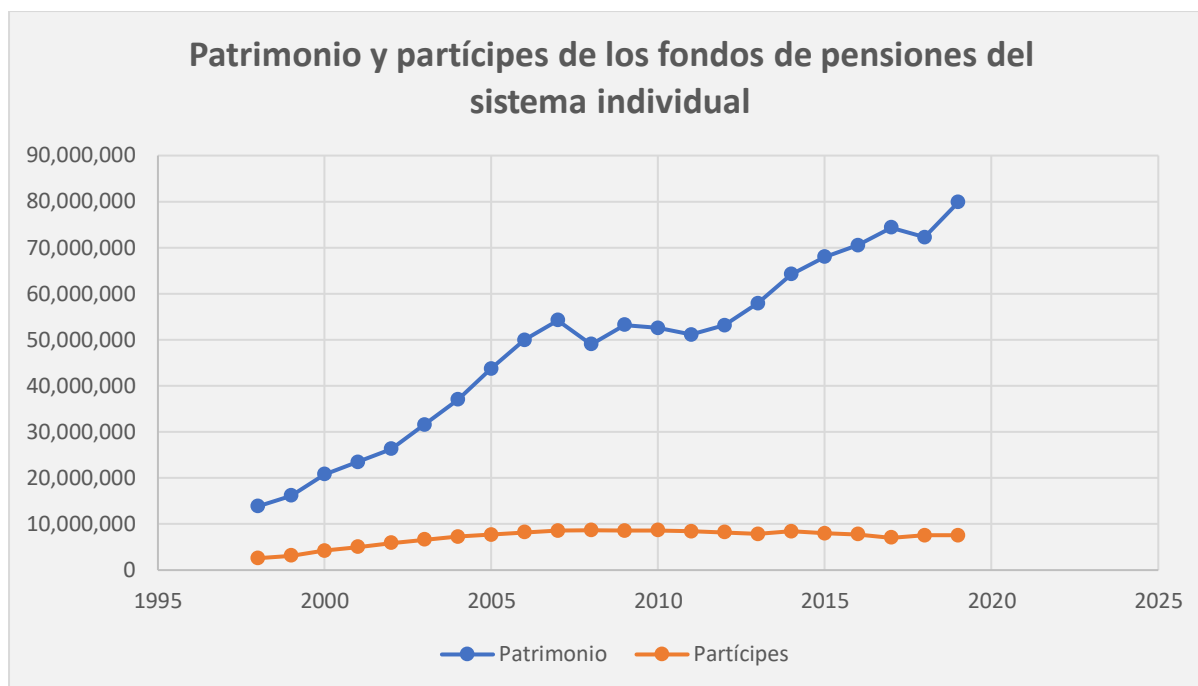
En lo que a partícipes y patrimonio se refiere, observamos una clara preferencia del inversor en los fondos de Renta Fija Mixta, que superan con creces en estos parámetros a las

demás categorías, con una media de 2.147.245 partícipes y 17.892 millones de euros en patrimonio. Ninguna de las otras categorías llega si quiera al millón de partícipes ni a los 10.000 millones de patrimonio, siendo la categoría de Renta Variable Mixta

10.3. Evolución de los fondos del sistema individual: patrimonio, partícipes y número de fondos.

Los fondos del sistema individual, como quedó expuesto en el apartado 3.4.1 Modalidades de fondos (*vid. Supra*) tienen como promotor una entidad financiera o bancaria. Son de facto uno de los productos estrella que ofrecen al inversor, especialmente a largo plazo. La cuestión en este punto es cómo ha afectado a las promotoras de este tipo de instrumento financiero los diversos acontecimientos que se han sucedido en los mercados financieros desde que en España quedaron regulados.

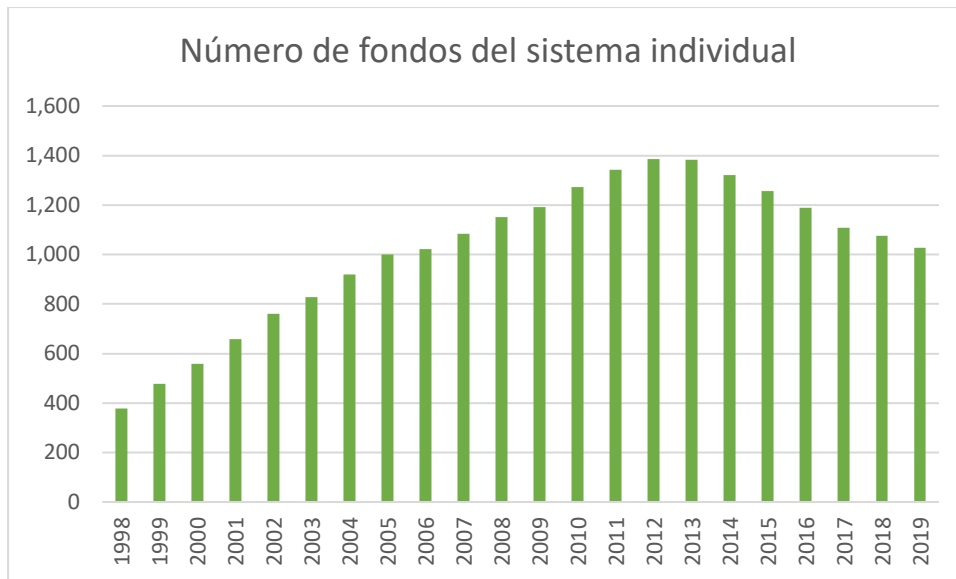
Para analizar la evolución de estos fondos desde 1998 hasta 2019, se han escogido tres variables capaces de explicar la evolución de los mismos en las distintas fases del ciclo económico: el patrimonio o cantidad depositada en los fondos de pensiones de forma anual, el número de partícipes o inversores que realizan o realizaron aportaciones a los fondos, y el número de fondos constituidos en el periodo observado.



Este primer gráfico refleja la relación de la evolución del patrimonio y los partícipes de planes de pensiones en España en el periodo comprendido entre 1998 y 2019. Se recuerda que existen tres momentos o subperiodos en los que la economía europea se considera en etapa de recesión, como se expuso en este mismo epígrafe al tratar la evolución del PIB europeo en el siglo XXI. Si observamos el gráfico, observamos una tendencia alcista en ambas variables entre los años 2000 y 2008, parecen inalterables en la misma por el periodo de ralentización del crecimiento europeo comprendido entre 2001 y 2003.

Observamos una clara evolución del patrimonio de estos fondos sólo afectada por la grave crisis del 2008, que repercutió a los mismos negativamente de forma dilatada en el tiempo, pues Europa ya había salido de la crisis y en España los inversores seguían sin igualar la cantidad total aportada a los fondos de 2007 si quiera en 2010²¹. En el caso del número de partícipes, resulta curioso que sus cifras se mantienen más o menos estables, si bien acusan la referida crisis, momento determinante para el inversor español, que parece que abandona la idea de entrar en este tipo de producto financiero.

²¹ Inverco, F. (2010). El impacto de la crisis económica y financiera en la Inversión Colectiva y el ahorro-previsión. *Fundación Inverco, Madrid*.



Si se procede al análisis de la evolución del número de fondos de pensiones del sistema individual en el periodo comprendido entre 1998, fecha de creación de esta figura, y 2019, se pueden hacer varias observaciones:

- El número de fondos de pensiones españoles se ha mantenido en una tendencia alcista en el periodo comprendido entre 1998 y 2013.
- A partir del año 2013 el número de fondos empieza a descender, empezando ese año por una disminución de un 0,07% en el número de fondos y en posteriores se observa aproximadamente una caída del 5% anual.
- El número máximo de fondos de pensiones del sistema individual lo encontramos en 2012, con 1085 fondos.

Es por estas observaciones expuestas por las que podemos determinar, considerando el aumento de patrimonio de los fondos y la simultánea reducción del número de los fondos de pensiones, que se produce un proceso de consolidación de fondos desde 2013. Una vez estudiado el comportamiento del patrimonio, partícipes y número de fondos podemos relacionar sus resultados. En primer lugar, se plantea la cuestión de cómo en 2012 se alcanza el mayor número de fondos de pensiones cuando ya se encuentra el número de partícipes en

clara tendencia bajista, habiendo disminuido casi en un 6% entre 2010 y este año. No obstante, el patrimonio invertido en los fondos de pensiones del sistema individual crece robustamente durante todo el periodo observado, excepto en dos años concretos; en 2008, consecuencia de la grave crisis financiera que azotó los mercados en todo el mundo (disminuye el patrimonio en un 10,01%), y en 2018, año donde el sistema individual ve reducida su masa patrimonial un 2,61%, curiosamente el único año donde los partícipes de los mismos crecen en más de 500.000.

11. CONCLUSIONES

En este apartado final se extraen una serie de reflexiones particulares en base a lo estudiado y expuesto en el presente trabajo:

En primer lugar, llama la atención la situación del sistema de previsión individual español, desde un punto de vista nacional e internacional. De una parte, ha quedado reflejado en el trabajo la opinión de distintos organismos internacionales como la OCDE o el BCE avisan de la necesidad urgente de una remodelación del sistema de pensiones español. De otra, se ha evidenciado la evolución negativa de la tasa de sustitución o la ineficacia normativa que devienen en un sistema de previsión público ineficiente e insuficiente en su complementariedad a los sistemas de previsión privados. Dicho de otra forma, las pensiones no serán suficientes ni proporcionadas a la cantidad de años cotizados en España.

En lo que a Fondos de Pensiones se refiere, se encuentra un instrumento financiero de ahorro a largo plazo cuyo mayor potencial beneficio es el tratamiento fiscal que reciben. Se ha podido observar cómo las rentabilidades de algunos fondos en el horizonte temporal para el que están diseñados dejan mucho que desear, sin culpar a las gestoras pues el mercado europeo de renta fija y variable tampoco ha sido muy rentable en los últimos años. No obstante, se han encontrado muchas críticas en la doctrina con las que coincide el autor, pues hay algunos casos donde la cuestión de si el fondo en el que se ha invertido ha superado si quiera la inflación del mismo periodo de tiempo, sin contar comisiones o el coste de oportunidad de invertir en otros productos financieros. Sin perjuicio lo expuesto de aquellos fondos cuyas gestoras pueden presumir de los rendimientos obtenidos, y que son sin duda la excepción a la generalidad del rendimiento de este instrumento financiero.

BIBLIOGRAFÍA

Ballester, C. P. M., Izquierdo, M. Á. F., & Sáez, J. C. M. (2007). Análisis de las variables que determinan las comisiones en los planes de pensiones. *Revista de Economía Financiera*, 5(11), 38-63.

Cuthbertson, K., Nitzsche, D., & O'Sullivan, N. (2006). *Mutual Fund Performance*.

Del Guercio, D., & Tkac, P. A. (2002). The determinants of the flow of funds of managed portfolios: Mutual funds vs. pension funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(4), 523-557.

Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2011). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. New York: John Wiley & Sons, Inc.

Inverco, F. (2010). El impacto de la crisis económica y financiera en la Inversión Colectiva y el ahorro-previsión. *Fundación Inverco, Madrid*.

Fernández, P., & Acín, José F. (2010). Rentabilidad de los Fondos de Pensiones en España. 1994-2019. *IESE. Universidad de Navarra. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract,1561522>*.

Fernández, Pablo & Acín, José F. & Ortiz Pizarro, Alberto & Fernández Acín, Isabel. “*Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España, 1999-2014*” SSRN, Marzo, 2015.

Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio.

Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro. Publicado en el BOE el 17 de octubre de 1890.

“Manual on Mutual Funds Statistics; Based on regulation ECB/2013/38 and guideline ECB/2014/15” Banco Central Europeo, Diciembre, 2017.

Narváez Bonet, Jorge E. “*El contrato de seguro en el sector financiero*”, Grupo Editorial Ibáñez, pp. 98-113.

Queisser, M., & Whitehouse, E. (2005). Pensions at a glance: public policies across OECD countries.

Whiteford, P., & Whitehouse, E. (2006). Pension challenges and pension reforms in OECD countries. *Oxford review of economic policy*, 22(1), 78-94.

ANEXOS

Anexo I. Patrimonio, partícipes y número de fondos del sistema individual

Para el estudio de la evolución del patrimonio, número de partícipes y de fondos de pensiones del sistema individual, se han extraído y compilado los siguientes datos de inverco, para fondos de pensiones de renta fija, de renta variable y mixtos.

Para los fondos de pensiones de renta fija:

	RENTA FIJA					
	CORTO PLAZO			LARGO PLAZO		
	Patrimonio	Partícipes	Número	Patrimonio	Partícipes	Número
31/12/98	439.565	93.337	28	2.083.873	303.738	32
31/12/99	495.615	115.186	41	1.945.902	305.157	34
31/12/00	591.717	167.146	49	1.918.853	325.990	36
31/12/01	1.276.649	289.916	81	2.674.703	457.505	39
31/12/02	2.863.592	564.429	103	3.591.018	636.708	51
31/12/03	3.987.703	782.361	95	4.188.788	757.430	52
31/12/04	4.161.235	848.164	101	4.842.524	869.797	60
31/12/05	4.384.951	889.655	101	5.187.157	910.470	71
31/12/06	5.045.633	911.119	107	4.965.277	906.278	66
31/12/07	6.240.954	1.013.682	136	5.353.193	952.223	72
31/12/08	11.096.121	1.405.932	150	5.417.609	988.844	70
31/12/09	11.210.830	1.535.733	170	6.950.555	1.101.419	75
31/12/10	9.699.045	1.464.823	172	6.820.391	1.160.497	85
31/12/11	9.381.444	1.477.797	180	6.079.787	1.088.206	80
31/12/12	9.917.857	1.604.960	189	5.493.852	1.004.002	81
31/12/13	8.838.267	1.391.912	164	6.685.776	1.044.625	108
31/12/14	8.863.278	1.306.941	129	8.829.351	1.142.884	113
31/12/15	8.650.212	1.253.731	130	7.072.012	1.054.379	116
31/12/16	9.237.661	1.205.350	118	7.612.839	1.061.210	114
31/12/17	7.824.491	1.056.314	110	6.657.577	943.916	98
31/12/18	6.771.377	921.328	106	5.723.385	867.139	92
31/12/19	6.782.212	878.741	98	5.923.946	826.424	88

A continuación, se muestran los datos a 31 de diciembre de cada año observado para los fondos de pensiones mixtos:

	FONDOS MIXTOS					
	RENTA FIJA			RENTA VARIABLE		
	Patrimonio	Partícipes	Número	Patrimonio	Partícipes	Número
31/12/98	9.715.339	1.804.764	177	1.182.724	265.081	88
31/12/99	10.833.209	1.996.946	210	1.937.612	472.039	117
31/12/00	13.487.510	2.485.079	222	3.019.848	762.915	140
31/12/01	13.873.735	2.666.168	236	3.269.433	897.569	155
31/12/02	13.546.228	2.796.763	246	3.187.396	1.008.931	169
31/12/03	14.061.309	2.884.474	246	3.776.377	1.049.367	179
31/12/04	15.356.491	2.989.012	260	4.433.773	1.103.265	178
31/12/05	17.808.936	3.140.558	264	5.488.487	1.132.798	189
31/12/06	19.988.422	3.354.008	264	6.736.352	1.184.118	185
31/12/07	21.032.531	3.442.749	274	7.345.397	1.236.246	189
31/12/08	15.780.956	3.220.696	284	4.600.622	1.187.426	201
31/12/09	14.986.546	2.922.015	290	4.723.306	1.027.721	196
31/12/10	14.125.911	2.799.233	299	4.525.521	958.144	194
31/12/11	12.203.317	2.597.446	296	3.997.881	870.241	195
31/12/12	11.647.459	2.379.066	277	3.566.415	715.861	179
31/12/13	11.738.324	2.164.093	260	5.326.093	865.092	191
31/12/14	14.248.709	2.836.188	247	6.595.165	916.446	179
31/12/15	20.219.985	2.521.000	230	9.888.874	1.120.521	186
31/12/16	21.758.455	2.439.335	231	10.996.790	1.171.106	184
31/12/17	26.803.362	2.246.953	258	14.114.144	1.245.314	199
31/12/18	26.604.752	2.909.237	262	15.507.352	1.365.337	205
31/12/19	29.024.492	2.910.351	246	19.547.778	1.473.684	217

Por último, se recogen los datos de cierre de ejercicio de los fondos de pensiones del sistema individual, para las categorías de renta variable y garantizados:

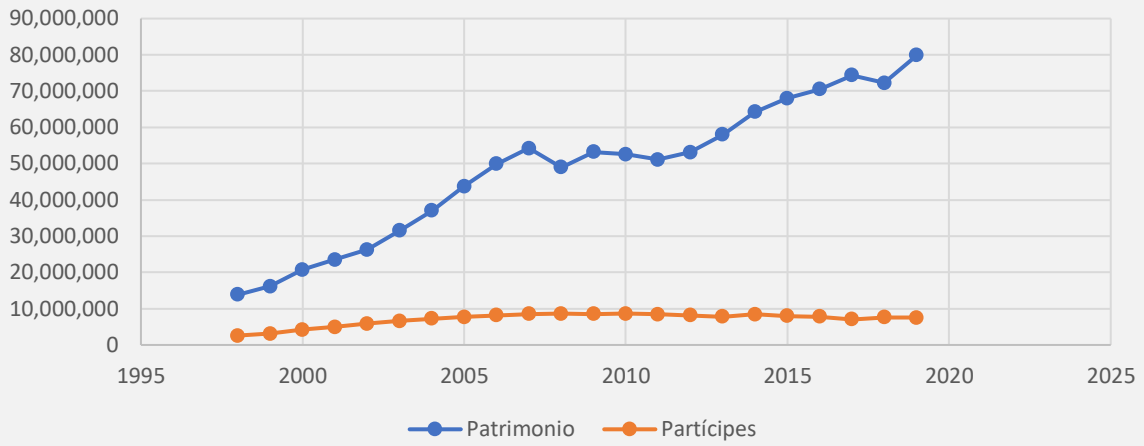
	FONDOS MIXTOS					
	RENTA FIJA			RENTA VARIABLE		
	Patrimonio	Partícipes	Número	Patrimonio	Partícipes	Número
31/12/98	9.715.339	1.804.764	177	1.182.724	265.081	88
31/12/99	10.833.209	1.996.946	210	1.937.612	472.039	117
31/12/00	13.487.510	2.485.079	222	3.019.848	762.915	140
31/12/01	13.873.735	2.666.168	236	3.269.433	897.569	155
31/12/02	13.546.228	2.796.763	246	3.187.396	1.008.931	169
31/12/03	14.061.309	2.884.474	246	3.776.377	1.049.367	179
31/12/04	15.356.491	2.989.012	260	4.433.773	1.103.265	178
31/12/05	17.808.936	3.140.558	264	5.488.487	1.132.798	189
31/12/06	19.988.422	3.354.008	264	6.736.352	1.184.118	185
31/12/07	21.032.531	3.442.749	274	7.345.397	1.236.246	189
31/12/08	15.780.956	3.220.696	284	4.600.622	1.187.426	201
31/12/09	14.986.546	2.922.015	290	4.723.306	1.027.721	196
31/12/10	14.125.911	2.799.233	299	4.525.521	958.144	194
31/12/11	12.203.317	2.597.446	296	3.997.881	870.241	195
31/12/12	11.647.459	2.379.066	277	3.566.415	715.861	179
31/12/13	11.738.324	2.164.093	260	5.326.093	865.092	191
31/12/14	14.248.709	2.836.188	247	6.595.165	916.446	179
31/12/15	20.219.985	2.521.000	230	9.888.874	1.120.521	186
31/12/16	21.758.455	2.439.335	231	10.996.790	1.171.106	184
31/12/17	26.803.362	2.246.953	258	14.114.144	1.245.314	199
31/12/18	26.604.752	2.909.237	262	15.507.352	1.365.337	205
31/12/19	29.024.492	2.910.351	246	19.547.778	1.473.684	217

Con los datos recogidos para cada categoría de fondos del sistema individual, se calcula la cifra absoluta total anual de patrimonio, número de fondos y número de partícipes. Con estos datos, se halla la variación anual del periodo, para cada variable observada:

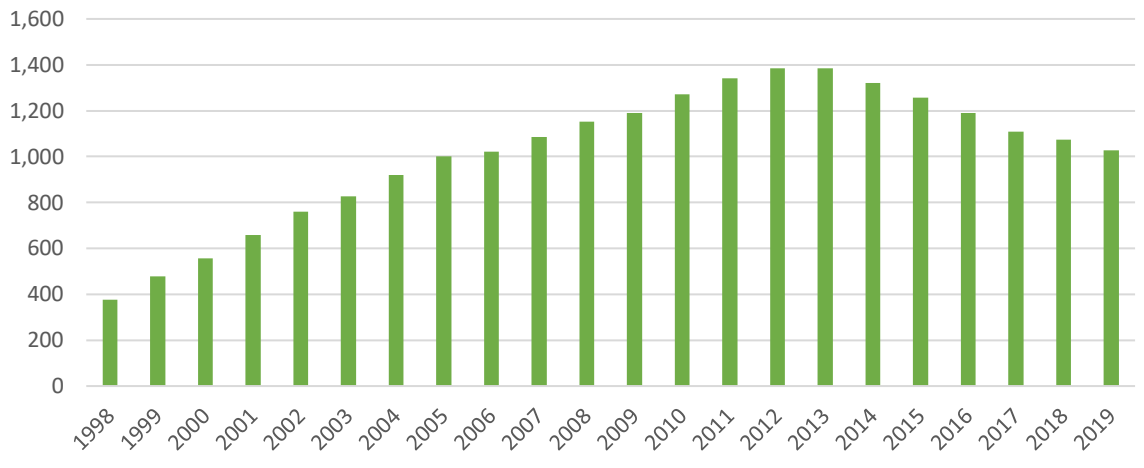
Año	TOTAL			Var. Patrimonio	Var. Partícipes	Var. Número
	Patrimonio	Partícipes	Número			
1998	13.837.718	2.582.746	377	-	-	-
1999	16.159.081	3.133.057	478	15,51%	19,32%	23,74%
2000	20.794.059	4.230.592	557	25,22%	30,03%	15,30%
2001	23.480.340	4.981.163	658	12,15%	16,33%	16,66%
2002	26.280.569	5.847.854	761	11,27%	16,04%	14,54%
2003	31.555.380	6.612.317	828	18,29%	12,29%	8,44%
2004	37.001.722	7.244.482	920	15,92%	9,13%	10,54%
2005	43.708.665	7.696.560	1.001	16,66%	6,05%	8,44%
2006	49.932.845	8.164.485	1.022	13,31%	5,90%	2,08%
2007	54.211.375	8.530.137	1.084	8,22%	4,38%	5,89%
2008	49.018.658	8.647.159	1.152	-10,07%	1,36%	6,08%
2009	53.227.993	8.567.188	1.191	8,24%	-0,93%	3,33%
2010	52.551.991	8.601.775	1.271	-1,28%	0,40%	6,50%
2011	51.141.924	8.394.508	1.342	-2,72%	-2,44%	5,44%
2012	53.159.827	8.155.304	1.385	3,87%	-2,89%	3,15%
2013	57.953.935	7.826.395	1.384	8,63%	-4,12%	-0,07%
2014	64.254.369	8.439.585	1.320	10,32%	7,54%	-4,73%
2015	68.011.511	7.958.064	1.257	5,68%	-5,87%	-4,89%
2016	70.487.405	7.746.799	1.189	3,58%	-2,69%	-5,56%
2017	74.377.838	7.044.593	1.109	5,37%	-9,50%	-6,97%
2018	72.247.342	7.568.827	1.075	-2,91%	7,18%	-3,11%
2019	79.849.872	7.519.285	1.027	10,01%	-0,66%	-4,57%

Bajo la pretensión de ilustrar los datos obtenidos para posibilitar una mayor facilidad en su comprensión, se realizan dos gráficos. Uno de ellos recoge mediante un gráfico de líneas la evolución anual del patrimonio y número de partícipes de los fondos del sistema individual en el periodo observado (1998-2019). El otro utiliza un gráfico de barras para ilustrar el comportamiento de la variable número de fondos del sistema individual español entre 1998 y 2019.

Patrimonio y partícipes de los fondos de pensiones del sistema individual



Numero de fondos del sistema individual



Anexo II. Rentabilidad riesgo de los fondos seleccionados.

Para el análisis del binomio rentabilidad/riesgo de la muestra de fondos seleccionados se utiliza información histórica de *Datastream*, base de datos de la plataforma Bloomberg. Concretamente, se utiliza el NAV (Net Asset Value) o Valor Actual Neto histórico diario desde el 1 de enero de 2003 hasta el 31 de diciembre de 2019, comprendiendo este tiempo el periodo observado. Con estos datos, se calcula la rentabilidad del periodo y anualizada como parámetros para medir el rendimiento, y la volatilidad anual y del periodo como parámetros para hallar el riesgo que enfrentan los fondos seleccionados a largo plazo. El periodo escogido responde a la necesidad de estudiar el comportamiento de los fondos seleccionados en distintas fases del ciclo económico.

FONDOS DE PENSIONES					
	Bestinver Plan Mixto FP	Zurich Star PP	Bk Renta Fija Largo Plazo Pp (0P0000120Q)	Merchbank	Plancaixa renta fija mixta PP
Rent. Período	307,95%	20,09%	-2,45%	-0,72%	36,49%
Rent. Anualizada	8,62%	1,08%	-1,23%	-0,04%	1,85%
Riesgo diario	0,61%	0,96%	189,05%	55,63%	0,54%
Riesgo anual	9,76%	15,26%	3001,04%	883,03%	8,57%

FONDOS DE INVERSIÓN					
	Bestinver Renta FI (0P00000P2K)	Deutsche Bank RFM FI	Bankinter RF LP FI	Unifond Tesorería FI	Caixabank crecimiento estándar PP
Rent. Período	43,00%	61,24%	61,74%	12,88%	38,80%
Rent. Anualizada	2,13%	2,85%	2,87%	0,72%	1,95%
Riesgo diario	0,09%	0,21%	0,21%	0,01%	0,32%
Riesgo anual	1,37%	3,32%	3,32%	0,19%	5,00%