

Análisis de los fondos de pensiones en España

Yaiza García Padrón y Juan García Boza

Aportes, Revista de la Facultad de Economía, BUAP, Año XI, Número 33, Septiembre - Diciembre de 2006

Los Fondos de Pensiones constituyen el medio para instrumentar los Planes de Pensiones, siendo éstos un producto de ahorro-previsión a los cuales las personas se dirigen a fin de constituir un capital para cuando se jubilen. Este trabajo analiza los Fondos de Pensiones en España, prestando especial atención a sus características, entidades que los supervisan y a los límites de inversión existentes. Asimismo, dada la naturaleza social de los Planes y Fondos de Pensiones se analiza la evolución histórica de los Fondos de Pensiones en España, estudiando su incremento, no sólo cuantitativo sino también patrimonial, así como la evolución de la composición de su cartera atendiendo a los distintos ciclos de la economía, además de realizar una comparativa de la evolución de la importancia monetaria de los Fondos de Pensiones con la de otros productos.

Analyses of the Funds of Pensions in Spain

The Funds of Pensions constitute the way to orchestrate the Plans of Pensions, being these a save-forecast product to which the people go in order to constitute a capital for when they retire. This work analyzes the Funds of Pensions in Spain, putting special attention to its characteristics, organizations that supervise it and to the existing limits of investment. Also, given the social nature of the Plans and Funds of Pensions analyzes the historical evolution of the Funds of Pensions in Spain, studying his increase, not only quantitative but also patrimonial, as well as the evolution of the composition of his portfolio taking care of the different cycles of the economy, besides to make a comparative of the evolution of the monetary importance of the Funds of Pensions with the one of other products.

Introducción

Una persona ante la incertidumbre sobre cómo será su nivel de vida cuando pase a situación de jubilado puede optar por asegurarse disponer de cierto capital cuando llegue el momento de su jubilación y para ello suscribir un Plan de Pensiones e ir realizando aportaciones dinerarias al mismo. Los Planes de Pensiones son instituciones de previsión voluntaria y privada y, por tanto, no pueden realizar por sí mismos la inversión de las cuantías aportadas, siendo necesario, por ello, la constitución de un Fondo de Pensiones, que es quien realizará la inversión de dichas cuantías y, por tanto, es de interés conocer cómo se constituyen, gestionan, si se vigila su riesgo de insolvencia así como su evolución.

Por todo ello, este trabajo se dedica al estudio de los Fondos de Pensiones en España, analizando sus aspectos fundamentales (características, gestión, criterios de inversión,...) así como su evolución histórica en este país europeo, estructurándose en cinco apartados. Tras la introducción, en la segunda sección se exponen las características generales de los Fondos de Pensiones así como se detallan las entidades que surgen por el desarrollo de su actividad. En la tercera sección se analiza cómo tiene que ser invertido el activo de los Fondos de Pensiones. En la cuarta sección se realiza un estudio de la evolución histórica de los Fondos de Pensiones en

España, analizando la evolución de su patrimonio, su composición así como realizando una comparativa con otras Instituciones Financieras no monetarias, como son las Entidades Aseguradoras y los Fondos de Inversión. Por último, en la quinta sección se exponen las conclusiones más relevantes del estudio.

Características Generales de los Fondos de Pensiones

En España, los Planes de Pensiones son instituciones de previsión voluntaria, libre, privada y de carácter complementario o no, pero nunca sustitutivo, al sistema público de previsión social,¹ en los que contractualmente, los partícipes se comprometen a realizar aportaciones, a fin de

¹ En España hay un sistema de previsión social de tres pilares. Estos pilares están estructurados de la siguiente manera: un primer pilar de carácter básico y asistencial, de protección común, mínima de subsistencia, que recoge el sistema público básico al cual tienen derecho todos los ciudadanos y que, por tanto, es de carácter no contributivo y está financiado directamente por los Presupuestos del Estado. Un segundo pilar de carácter profesional, financiado principalmente mediante las contribuciones de los trabajadores y empresarios; teniendo, por un lado, carácter público y obligatorio las contribuciones al régimen de la Seguridad Social. No obstante, por otro lado, con el nuevo Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, se encuadra a los Fondos de Pensiones de empleo dentro de este segundo pilar, en la previsión complementaria, dado que instru-

constituir un capital para cuando llegue el momento de su jubilación.² Además, los Planes de Pensiones, exigen para su funcionamiento la constitución de un patrimonio que esté formado por las aportaciones realizadas a los mismos, así como por los bienes y derechos adscritos al Plan, es decir, de un Fondo de Pensiones.

Los Fondos de Pensiones constituyen el medio para instrumentar los Planes de Pensiones, siendo los encargados de realizar las inversiones para poder rentabilizar las cuantías monetarias aportadas a los Planes de Pensiones. En otras palabras, los Fondos de Pensiones son patrimonios independientes, sin personalidad jurídica, a través de los cuales se realiza la inversión del ahorro-previsión generado a través de los Planes de Pensiones, de tal forma que conjuntamente los Planes y Fondos de Pensiones constituyen una institución de carácter previsional.

Asimismo, en función de las modalidades de Planes que se integren, los Fondos de Pensiones se clasifican en Fondos de Pensiones de empleo, en los que sólo se pueden integrar Planes del sistema de empleo³, y Fondos de Pensiones personales,

mentan los compromisos por pensiones de las empresas con sus trabajadores. Un tercer pilar con carácter voluntario y privado, financiado individualmente por los ciudadanos, dentro del cual en la actualidad se encuadran a los Fondos de Pensiones personales, es decir, los Fondos que integran los Planes de Pensiones del sistema individual y del sistema asociado.

² Un estudio respecto al carácter contractual de los Planes de Pensiones se puede encontrar en Sánchez et al. (1989: 15-34).

³ Planes en los que es necesario que exista una relación laboral entre el promotor del Plan y sus partícipes.

cuyo ámbito de actuación se limita al desarrollo de los Planes del sistema individual⁴ y/o asociado.⁵ Por tanto, los Planes y Fondos de Pensiones son dos figuras estrechamente vinculadas que se necesitan mutuamente para existir.

De acuerdo con lo anterior, los Fondos de Pensiones se configuran como patrimonios separados de cualquier persona, física o jurídica.⁶ A través de esta característica el legislador ha querido dotar al Fondo de Pensiones de garantías para que pueda cumplir con su función, separándolo de los riesgos económicos que se puedan derivar de las deudas contraídas por los sujetos que lo han constituido, por las entidades administradoras y por los elementos personales de los Planes de Pensiones que se encuentren en él inscritos. Por tanto, los bienes integrados en un Fondo de Pensiones sólo pueden ser objeto de garantía frente a sus obligaciones ante los beneficiarios y partícipes de los Planes por los derechos consolidados. Además, la configuración de los Fondos de Pensiones como fondos externos de quienes los promueven,⁷ permite separar tanto

⁴ Planes en los que para su constitución y adhesión no se exigen ninguna relación concreta entre promotor y partícipes.

⁵ Planes en los que es necesario que exista una relación asociativa o corporativa entre su promotor y los partícipes.

⁶ En la actualidad, la regulación de los Fondos de Pensiones en España se recoge en el Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, y en el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero.

⁷ Cualquier persona jurídica puede ser promotor de un Fondo de Pensiones.

su responsabilidad como su gestión y administración.⁸

Por todo ello, en el desarrollo de la actividad de un Fondo de Pensiones surgen diversas instituciones derivadas, por un lado, de su gestión y custodia y, por otro, de su supervisión.

La *Entidad Gestora* se encarga, como su propio nombre indica, de la gestión y administración de un Fondo de Pensiones. Puede ser una sociedad anónima con exclusivamente este objeto social o una entidad aseguradora autorizada para operar en el ramo de seguros de vida.⁹ La *Entidad Depositaria* es una entidad de crédito que se encarga fundamentalmente de la custodia y depósito de los valores mobiliarios y demás activos financieros que integren el patrimonio del Fondo.

La *Comisión de Control* es el órgano que se ocupa principalmente de la supervisión del cumplimiento de los Planes adscritos y del control de la observancia de las normas de funcionamiento del propio Fondo y de los Planes. Esta Comisión está formada en términos generales con representantes de cada uno de los Planes adscritos al Fondo.

El carácter de los Planes y Fondos de Pensiones como instrumentos de previsión y ahorro a muy largo plazo y su trascendencia social hace necesario que, para evitar

⁸ Para más detalle sobre la característica de los Fondos de Pensiones como patrimonio separado véase Romero (2002: 149-150).

⁹ Para que una sociedad anónima o entidad aseguradora pueda realizar las funciones de una Entidad Gestora debe cumplir una serie de requisitos contemplados en el artículo 20 del Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre.

situaciones de insolvencia o que puedan atender a la efectividad de las prestaciones, se hayan establecido requisitos de administración y control con exigencias más elevadas que las establecidas a otros productos financieros. En este sentido, dicho control no sólo se ejerce a través de las respectivas Comisiones de Control, sino también por parte de la Administración Pública, la cual por medio de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones supervisa, inspecciona y, en su caso, sanciona a los Planes y Fondos de Pensiones.

Además, para velar por la transparencia en este mercado, tanto las Entidades Gestoras como los Fondos de Pensiones deben auditar anualmente sus estados financieros, y las Entidades Gestoras suministrar trimestralmente información económica a los partícipes y beneficiarios y anualmente información reservada a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. Esta última, a su vez, elabora una memoria anual pública de los datos consolidados de los Planes y Fondos de Pensiones.

Por otro lado, se ha de destacar que un Fondo de Pensiones no sólo puede instrumentar un único Plan de Pensiones sino también varios simultáneamente, aunque éstos sean de modalidades distintas,¹⁰ e incluso canalizar las inversiones de otros Fondos. En este sentido, se pueden distinguir dos tipos de Fondos de Pensiones, cerrados y abiertos. Los Fondos cerrados son aquéllos a través de los cuales se instrumentan exclusivamente las inversiones de

¹⁰ Con la excepción de los Planes del sistema de empleo, los cuales se deben integrar necesariamente en un Fondo de Pensiones cuyo ámbito de actuación se limite al desarrollo de dicho Plan.

los Planes integrados en él. En cambio, los Fondos abiertos se caracterizan por poder canalizar las inversiones de otros Fondos de Pensiones, exigiéndose en este caso un patrimonio mínimo de 30 millones de euros.

Criterios de Inversión del Activo de los Fondos de Pensiones

El activo de los Fondos de Pensiones ha de ser necesariamente invertido para que no pierda su valor adquisitivo y con sus rendimientos acrecentar el ahorro capitalizado, contribuyendo así a cubrir las prestaciones.

Según su regulación, el activo de los Fondos de Pensiones debe invertirse conforme a los criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia de plazos adecuados a sus finalidades. No obstante, de la aplicación de estos criterios quedan excluidas las dotaciones para el pago de primas a seguros o coste de las garantías en los Planes total o parcialmente garantizados,¹¹ dado que constituyen garantías externas al propio Plan de Pensiones.

Asimismo, para limitar el riesgo de insolvencia derivado de las inversiones que se realicen, la legislación vigente establece unas medidas de seguridad supervisadas por la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. Dichas medidas se presentan a continuación.

Límites máximos de inversión:

— No pueden invertir más del 5% de su activo en valores emitidos o avalados por una misma entidad. Este porcentaje se ele-

¹¹ Planes de Pensiones que a través de la contratación de seguros ofrecen una revalorización asegurada a un plazo determinado.

va hasta el 20% cuando se trata de valores emitidos por sociedades o fondos de Capital Riesgo.

— No pueden invertir más del 10% de su activo en la suma de los valores emitidos o avalados por una misma entidad, más los créditos otorgados a ésta o avalados por ella, siempre que el Fondo no invierta más del 40% del activo en entidades a las que destina más del 5% de su activo.

— No pueden invertir más del 10% de su activo en la suma de los valores emitidos o avalados por entidades pertenecientes al mismo grupo, más los créditos otorgados a ésta o avalados por ella.

— No pueden invertir más del 2% de su activo en valores o activos no negociados en mercados regulados y emitidos o avalados por una misma entidad.

— No pueden invertir más del 4% de su activo en valores o activos no negociados en mercados regulados y emitidos o avalados por entidades pertenecientes a un mismo grupo.

— No pueden invertir más del 20% de su activo en un mismo Fondo de Inversión, cuyas participaciones se consideren cotizadas.

— En el caso de valores emitidos o avalados por el Estado o sus organismos autónomos, Comunidades Autónomas, Corporaciones Locales, Administraciones Públicas equivalentes de Estados pertenecientes a la OCDE, e Instituciones u Organismos Internacionales de los que España sea miembro, no serán de aplicación las limitaciones anteriores.

— No pueden invertir más del 20% de su activo en inmuebles, créditos hipotecarios y derechos reales inmobiliarios, ni más del 5% en un mismo inmueble.

Límites por tipos de activos y mercados:

— Tienen que invertir necesariamente el 70% de su activo¹² en: activos financieros contratados en mercados regulados, depósitos bancarios, créditos con garantía hipotecaria e inmuebles.

— No existe limitación porcentual para la inversión en activos extranjeros. No obstante, se señala que los activos deben hallarse situados en el Espacio Económico Europeo.¹³

— Se permite la inversión en Instituciones de Inversión Colectiva,¹⁴ en valores no cotizados en mercados organizados, especialmente de pequeñas y medianas empresas, y en Capital Riesgo.

— Los Fondos han de establecer un coeficiente de liquidez según las previsiones de requerimientos de activos líquidos, manteniéndose tal exigencia de liquidez en depósitos a la vista y en activos del merca-

¹² Dicho límite ha sido objeto de reducción sucesivas veces, pasando en primer lugar del 90% al 75% y, por último, del 75% al 70%. Con estas reducciones se pretende ampliar el margen de maniobra de los gestores, al permitirles un porcentaje de inversión mayor en los mercados OTC o no regulados. El límite del 70% entró en vigor en 2004, dado que fue modificado por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social.

¹³ Para el caso de valores negociados representados en anotaciones en cuenta se permite que su registro contable esté situado fuera del Espacio Económico Europeo, pero dentro del ámbito de la OCDE siempre que estén garantizados o avalados por entidad de crédito autorizada para operar por medio de establecimientos en algún Estado miembro del Espacio Económico Europeo.

¹⁴ Siempre que tales Instituciones no puedan invertir más del 10% de su activo en acciones o participaciones de otras Instituciones de Inversión Colectiva.

do monetario con vencimiento no superior a tres meses.

— Los Fondos están sometidos a supervisión e inspección por parte de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones del Ministerio de Economía.

— El sistema financiero y actuarial de los Planes debe ser revisado por un actuario al menos cada tres años.

No obstante, aparte de los límites anteriormente señalados, los Fondos de Pensiones pueden estructurar la composición de su cartera en función de la relación entre rentabilidad y riesgo de los activos. En este sentido, en España, la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones ha establecido la siguiente clasificación para los Planes de Pensiones del sistema individual en función de la vocación inversora del Fondo. Así, se distingue entre Planes de: a) *renta fija* si su cartera no puede tener activos de renta variable; b) *renta fija mixta I* si su cartera debe estar integrada por activos de renta variable con un máximo del 15%, c) *renta fija mixta II* si su cartera está integrada por activos de renta variable entre el 15% y el 30%, d) *renta variable mixta* si su cartera está integrada por activos de renta variable entre el 30% y el 75% y e) *renta variable* si su cartera está integrada por activos de renta variable en más del 75%.

Además, se ha de señalar que la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones ha modificado su criterio de clasificación de los Planes de renta fija, así como recogido de forma específica los Planes garantizados. A continuación se detalla la nueva clasificación de los de renta fija y la definición de los garantizados:

Renta fija a corto plazo. Su cartera no puede incluir activos de renta variable en la parte de contado, ni tampoco puede incluir derivados cuyo subyacente no sea de renta fija. La duración media de la cartera debe ser igual o inferior a dos años.

Renta fija a largo plazo. Su cartera no puede incluir activos de renta variable en la parte de contado, ni tampoco puede incluir derivados cuyo subyacente no sea de renta fija. La duración media de la cartera debe ser superior a dos años.

Renta fija mixta. Su cartera debe estar integrada por activos de renta variable en menos del 30%.

Garantizados. Planes para los que existe garantía externa de un determinado rendimiento otorgada por un tercero.

De esta forma, un particular ante la elección de qué Plan de Pensiones suscri-

bir, puede discriminar y escoger el Plan que más se ajuste a sus preferencias ante el binomio rentabilidad-riesgo.

Evolución Histórica de los Fondos de Pensiones

Los Planes y Fondos de Pensiones, como producto financiero, han tenido una implantación y un crecimiento gradual en España, de tal forma que como se observa en el cuadro 1 se ha pasado de 94 Fondos inscritos en la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones en 1988 a 1.054 en 2003, así como de gestionar inicialmente 152.837 miles de euros a 55.764.767 miles de euros en 2003. No obstante, el ritmo de incremento del número de fondos se ha ido estabilizando, manteniéndose desde 1997 entre el 10% y el 15%. Sin embargo, su patrimonio no ha seguido la misma tendencia, al contrario, cada año se observa como la tasa de crecimiento descende. Pero, a pesar de ello, en términos absolutos el patrimonio acumulado de los Fondos de Pensiones sigue una tendencia alcista, incluso en los momentos de alta volatilidad de los mercados financieros vividos en los últimos años.

Otro aspecto que se ha de estudiar al analizar los Fondos de Pensiones es la evolución de la estructura de su cartera, dado que el incremento paulatino del activo de los Fondos de Pensiones no se ha trasladado de forma homogénea en sus distintas partidas, como se puede observar en el cuadro 2 correspondiente al período temporal 1993-2003.¹⁵

¹⁵ En este cuadro no se muestran las partidas de activo correspondientes a los Fondos constituidos pendientes de trasvase y a las provisiones técnicas en poder de aseguradoras debido a que corresponden a singularidades propias de los Planes de Pensiones.

CUADRO 1
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO Y PATRIMONIO
DE LOS FONDOS DE PENSIONES

Año	Número	Patrimonio (miles •)
1988	94	152.837
1989	160	511.425
1990	296	3.214.471
1991	338	4.890.820
1992	349	6.604.263
1993	371	8.608.958
1994	386	10.407.510
1995	425	12.822.281
1996	445	17.441.311
1997	506	21.910.173
1998	558	27.161.041
1999	622	31.599.830
2000	711	37.859.781
2001	802	43.829.160
2002	917	48.322.288
2003	1.054	55.764.768

Fuente: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) y Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO).

Desde la implantación de los Fondos de Pensiones en España los inmuebles han significado un pequeño porcentaje de sus inversiones, presentando además un continuo descenso a partir de 1993, pasando de implicar un 2,1% en 1993 a simplemente un 0,27% en 2002, no obstante, en 2003 aumentó levemente su peso, pasando a representar un 0,29%. Por otro lado, se ha de destacar el nivel de activos líquidos, el cual siempre ha tomado valores superiores al 10,5%, elevándose hasta un máximo de 20,53% en 2003. Además, parece observarse un comportamiento de la tesorería ascendente ante disminuciones de la renta variable, excepto en 2001.

Del análisis del cuadro 2 se deduce que la política de inversiones que en general han seguido los Fondos de Pensiones es muy conservadora, ya que las inversiones en renta fija siempre han supuesto más de 50% del total, tratando con ello de minimizar el riesgo, aunque paulatinamente su importancia ha ido disminuyendo. Según Montlor y Tarrazón (1999: 56) las razones que explican el importante peso de la renta fija en el activo de los Fondos de Pensiones Privados en España son: *a)* el predominio de la modalidad de aportación definida, la cual se caracteriza por estrategias más conservadoras que la de prestación definida;¹⁶ *b)* las normas de valoración, al no permitirse distribuir en varios años la variación del valor de la cartera de renta variable, y *c)* la elevada presencia sindical en las comisio-

¹⁶ En la modalidad de aportación definida, la cuantía de las contribuciones de los promotores y de las aportaciones de los partícipes del Plan está determinada. En cambio, en la modalidad de prestación definida lo que se define es la cuantía de las prestaciones a percibir por los beneficiarios.

nes de control de los Planes,¹⁷ que según estos autores, y basándose en la evidencia empírica internacional, contribuye a una moderación del peso de la renta variable.

También, se ha de resaltar que los Fondos de Pensiones españoles se han caracterizado por invertir principalmente en el mercado doméstico, constituyendo la cartera exterior una parte muy pequeña de la inversión. No obstante, este comportamiento está cambiando progresivamente, observándose una tendencia hacia la diversificación internacional, aumentando la inversión en el exterior, de tal forma que ésta pasa de suponer un 17%, aproximadamente, en 1998 a un 31% en 2001. Sin embargo, en los dos últimos años la marcha no favorable de los mercados y de la economía internacional unida a la incertidumbre existente a nivel general hasta el primer trimestre de 2003 se ha traducido en una disminución del peso de la cartera exterior, la cual pasa a suponer un 22% en 2003.

En términos generales, la evolución de

¹⁷ Esto puede derivarse del hecho de que la comisión de control de los Planes de Pensiones de empleo está constituida por un lado por representantes del promotor y por otro por representantes de los partícipes y de los beneficiarios, es decir, de los trabajadores de la empresa. Y en este último caso, los sindicatos pueden presentar candidaturas para pertenecer a dicha comisión. Es más, en el artículo 31 del Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, se especifica que por acuerdo de la mayoría de los representantes de los trabajadores en la empresa se pueden establecer procedimientos de designación directa de tales miembros, o a falta de ello, mediante proceso electoral, en el que los sindicatos de trabajadores legalmente constituidos tendrán derecho a presentar candidatos.

CUADRO 2
EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE LAS INVERSIONES EN TÉRMINOS PORCENTUALES (1993-2002)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Inversiones	88,30	83,90	81,60	81,17	84,33	89,32	86,00	80,78	84,26	80,29	79,47
Inversiones											
Materiales	2,10	1,60	1,20	0,69	0,51	0,41	0,36	0,31	0,26	0,27	0,29
Inversiones											
Financieras	86,20	82,30	80,40	80,48	83,82	88,91	85,64	80,47	84,00	80,02	79,18
Renta variable	3,70	5,20	4,20	8,64	17,52	22,50	27,32	24,24	22,36	16,91	21,68
Renta fija	81,10	76,50	75,40	71,11	64,20	62,05	56,52	52,61	60,73	61,89	50,84
Créditos hipotecarios	0,40	0,10	n/s	0,02	0,01	n/s	n/s	n/s	n/s	n/s	0,02
Créditos concedidos											
a partícipes	n/s	0,10	n/s	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	n/s	n/s	n/s
Otros créditos	0,30	0,20	0,10	0,10	0,11	0,08	0,07	0,03	-	-	-
Depósitos y fianzas constituidos	n/s	n/s	n/s	0,02	0,01	0,01	0,04	0,07	-	-	-
Depósitos en bancos y otros establecimientos de crédito	0,70	0,30	0,70	0,58	1,97	4,26	1,45	3,41	0,43	0,81	2,66
Otras inversiones*	-	-	-	-	-	-	0,23	0,11	0,48	0,41	3,98
Tesorería	11,70	16,10	18,40	18,83	15,67	10,67	14,00	19,22	15,74	19,71	20,53
Cuentas a la vista y de ahorro	2,50	3,70	2,70	1,94	4,59	3,55	4,09	4,51	4,02	4,19	3,26
Activos del Mercado Monetario	9,20	13,00	15,70	16,89	11,08	7,12	9,91	14,70	11,72	15,52	17,27
Total (Inversiones + Tesorería)	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Total (millones de €)	6.318,44	8.058,37	10.595,84	14.940,06	19.487,44	24.674,31	28.947,95	41.330,14	35.067,75	39.048,09	47.217,26

n/s: no significativo.

* Esta rúbrica recoge, entre otros conceptos, el importe de la prima pagada en el caso de compra de opciones. A diferencia de años anteriores, se ha separado del resto de partidas por la importancia que representa en los últimos ejercicios.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos publicados por DGSFP.

los Fondos de Pensiones en España ha sido positiva, sobre todo si se analiza la variación porcentual anual de su activo comparativamente con el de otras Instituciones Financieras no monetarias, como son las Entidades Aseguradoras y los Fondos de Inversión Mobiliaria, es decir, FIM y FIA-MM. Esta comparativa se muestra en el cuadro 3 para el período 1993-2003 y en el gráfico 1 donde se puede observar con mayor nitidez.

Del gráfico 1 se deduce que desde 1995 hasta 2001 los Fondos de Pensiones y las Entidades Aseguradoras siguen un comportamiento similar, excepto en 2000. Así, en el año 2000 los Fondos de Pensiones presentan un alza de más de dos puntos porcentuales frente al descenso en el crecimiento que experimentan las Entidades Aseguradoras. Además, por término medio, la variación de los Fondos es superior al de las Entidades Aseguradoras. También se ha de destacar la tendencia fuertemente bajista de los Fondos de Inversión,

tornándose incluso negativo su crecimiento desde el año 2000 hasta 2002; sólo en los años 1996 y 2003 esa tendencia se vuelve alcista, años que también fue favorable para las otras entidades consideradas, excepto en 2003 para las Entidades Aseguradoras.

La importancia del sistema de Planes y Fondos de Pensiones cada año es mayor, ganando cuota de mercado frente a otros instrumentos de ahorro e inversión, tales como las Instituciones de Inversión Colectiva o la inversión directa. Este hecho se manifiesta en la distribución del ahorro financiero de las familias que se recoge en el cuadro 4 para los años 2002 y 2003, períodos opuestos en cuanto a la evolución de los mercados y de la economía en general. Así, el año 2002 es un período caracterizado por la caída de la Bolsa que conllevó un descenso del ahorro de un 2,95%. En dicho año, la cuantía que las familias destinaron a los Fondos de Pensiones aumentó en un 4,62%, mientras que la correspon-

CUADRO 3
RELACIÓN ENTRE LA TASA DE CRECIMIENTO MEDIO DEL ACTIVO DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS NO MONETARIAS

Período	Fondos de Pensiones	Entidades Aseguradoras	Fondos de Inversión
1993-1994	20,89	25,50	9,65
1994-1995	23,20	14,85	8,47
1995-1996	36,02	18,25	53,33
1996-1997	25,62	16,11	44,46
1997-1998	23,97	23,13	25,46
1998-1999	16,34	18,71	0,92
1999-2000	19,81	15,81	-10,77
2000-2001	15,77	8,89	-3,02
2001-2002	10,25	13,57	-3,96
2002-2003	15,40	9,06	15,84

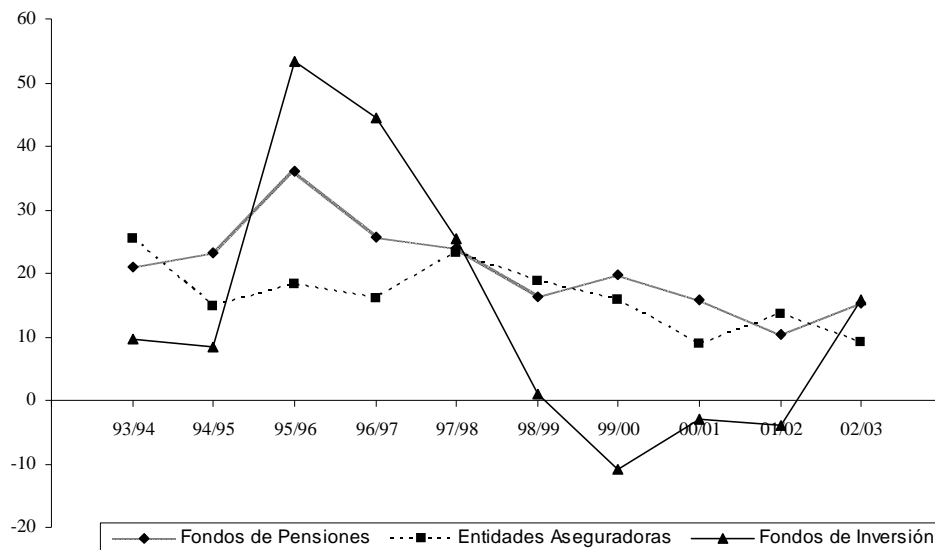
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos publicados por INVERCO y por la DGSFP.

diente a las Instituciones de Inversión Colectiva descendió en un 2,33%, siendo mucho mayor el descenso sufrido por la inversión directa, un 17,94%. En cambio, el año 2003 se caracteriza por la recuperación de la economía, así como del mercado bursátil, patente a partir del primer trimestre. Así, en dicho período el ahorro financiero de las familias se recupera aumentando en un 10,17%, siendo de destacar el porcentaje destinado a las Instituciones de Inversión Colectiva, así como a la inversión directa, incrementando cada uno un 17,95% y 16,38%, respectivamente, derivado principalmente de dos factores: la recuperación del mercado bursátil y los bajos tipos de interés. Asimismo, la cuantía destinada

a los Fondos de Pensiones también aumentó, concretamente, en un 9,83%, siendo de destacar que los hogares españoles están aumentando anualmente la cuantía destinada a los mismos.

Además, se ha de tener presente que la evolución en términos generales de la composición de las carteras de las familias en la última década se ha caracterizado por la pérdida paulatina de importancia de los depósitos frente al aumento de los Fondos de Pensiones, Fondos de Inversión, inversión directa y seguros. Asimismo, Alvira *et al.* (1996: 90) señalan que el aumento de la importancia de los Fondos de Pensiones se deriva de una pérdida de confianza por parte de los españoles en el sistema público

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO MEDIO DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERA NO MONETARIAS



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos publicados por INVERCO Y DGSFP.

de la Seguridad Social¹⁸. En esta línea, Rodríguez (2002: 5) apunta que la visión pesimista sobre el futuro de la Seguridad Social unido al aumento progresivo de las deducciones fiscales de las cuantías aportadas a los Planes de Pensiones en España ha conllevado a un aumento espectacular de los Fondos de Pensiones Privados en este país. Diversos factores han contribuido a que en España se haya puesto en duda el futuro del sistema de la Seguridad So-

cial, así es de destacar que el envejecimiento progresivo de la población, ocasionado por el aumento progresivo de la esperanza media de vida, unido al descenso de la tasa de natalidad, es decir, la tendencia hacia la inversión de la pirámide poblacional, la jubilación anticipada y la cada vez más tardía incorporación de la población joven al mercado laboral han contribuido al aumento de la partida de gastos de la Seguridad Social y que se planteen dudas sobre su futuro al basarse en un sistema de reparto. Todo ello, según Pieschacón (2005: 702) ha propiciado la publicación de diversos estudios en los que, bajo diferentes escenarios y con simulaciones geográficas y demográficas, se determinan los años a partir de los cuales el sistema público de pensiones puede entrar en un desequilibrio financiero-actuarial crónico. Es más, aunque en la actualidad la Seguridad Social presenta superávit, son diversos los trabajos que señalan la necesidad de establecer reformas para que en un futuro se pueda sostener financieramente dicho sistema (Zubiri,

¹⁸ En 1978 la preocupación por los problemas de la Seguridad Social favoreció la aparición de una corriente a favor de la creación de los Planes y Fondos de Pensiones en España. El interés en la creación de esta figura y la preocupación sobre el sistema público de pensiones queda reflejado, entre otros, en López y Veganzones (1982: 287-294), Fuentes (1984: 27-45), Pérez (1984: 125-128), Prieto (1984: 70-72), Cruz y De Vicente (1985: 213-220), Carcelén (1989: 19-34) y Navas (1989: 14-15). Además, desde la instauración de los Planes y Fondos de Pensiones en España hasta la actualidad, la actitud del Gobierno ha sido la de impulsar esta figura, de lo cual se deriva su favorecedor marco fiscal.

CUADRO 4
AHORRO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS

Activos Financieros	2002		2003	
	% sobre el total del ahorro	Variación % 2001-2002	% sobre el total del ahorro	Variación % 2002-2003
Depósitos bancarios	41,28	5,16	39,76	3,96
Instituciones Inversión Colectiva	13,70	-2,33	14,27	17,95
Seguros	8,35	10,09	8,58	11,69
Fondos de Pensiones	5,24	4,62	5,37	9,83
Inversión directa	26,65	-17,94	26,61	16,38
Entidades de previsión social	1,54	2,87	1,52	4,15
Créditos	2,20	11,70	2,28	13,32
Otros	1,05	-14,85	1,44	5,74
TOTAL	100,00	-2,95	100,00	10,17

Fuente: DGSFP.

2003: 183; Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, 2005: 1).¹⁹

Por otro lado, se ha de reseñar que el sector de los Fondos de Pensiones en España está principalmente en manos de las Entidades de Crédito y de las Entidades Aseguradoras, quienes han visto en él una salida a los resultados nada favorables que estaban obteniendo, respectivamente, en los Fondos de Inversión, debido a la mala situación del mercado bursátil, y en el sector asegurador, por las dificultades para expandirse en el ramo de vida.

¹⁹ Entre los diversos estudios que plantean un futuro desequilibrio financiero del sistema público de la Seguridad Social en España y la necesidad de establecer reformas cabe citar, entre otros, los de Herce y Pérez-Díaz (1995), Boldrin, Jiménez-Martín y Peracchi (2001), Weinstein y Gómez (2001), Jimeno (2002) y Conde-Ruiz y Alonso (2004).

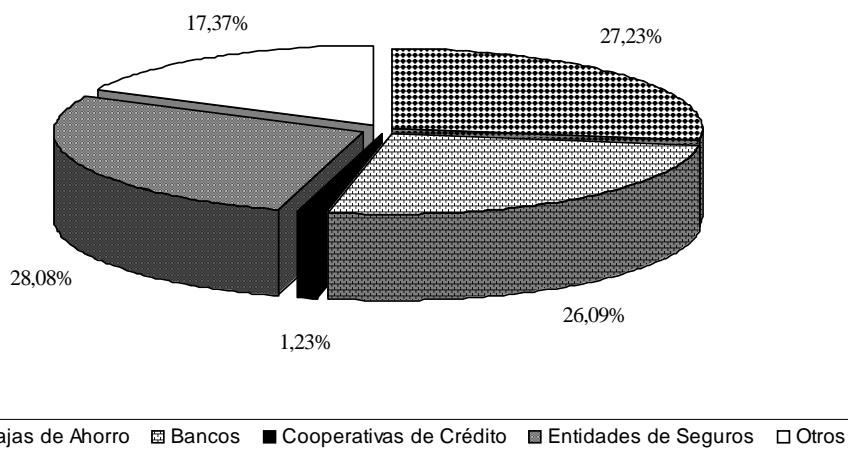
En este sentido, el gráfico 2 recoge la distribución total de los promotores de los Fondos de Pensiones en España en 2003. En el mismo, se aprecia que un 54,55% de los Fondos han sido promovidos por Entidades de Crédito, principalmente Bancos y Cajas de Ahorro, así como que el sector asegurador ha promovido un 28,08% de los mismos.

Conclusiones

A lo largo del presente trabajo se ha realizado un estudio sobre los Fondos de Pensiones en España, analizándose además su desarrollo a lo largo de sus años de existencia en este país. De acuerdo con el análisis realizado, se presentan a continuación las conclusiones más relevantes que se han obtenido.

Los Fondos de Pensiones son los encar-

GRÁFICO 2
DISTRIBUCIÓN DE LOS PROMOTORES DE FONDOS DE PENSIONES



Fuente: DGSFP.

gados de realizar las inversiones de las cuantías monetarias aportadas a los Planes de Pensiones y se constituyen como patrimonios independientes y sin personalidad jurídica. Así, los Planes y Fondos de Pensiones, conjuntamente, constituyen una institución de carácter previsional.

La configuración de los Fondos de Pensiones como fondos externos, separados de sus promotores permite separar su responsabilidad, gestión y administración, surgiendo por ello la comisión de control, la entidad gestora y la entidad depositaria. Asimismo, dada la naturaleza social de los Planes y Fondos de Pensiones como producto de ahorro-previsión, para evitar situaciones de insolvencia de los mismos, la Administración Pública en España también realiza una supervisión de los Fondos y, además, para limitar el riesgo de insolvencia se han establecido unos criterios de inversión que han de cumplir todos los Fondos de Pensiones, fijándose, entre otros, unos límites máximos de inversión por tipos de activo y mercado.

Por otro lado, con respecto a la evolución de los Fondos de Pensiones en Espa-

ña, se ha de reseñar que, en términos generales, el ritmo de crecimiento del número de Fondos ha ido en aumento a lo largo de los años, hasta prácticamente estabilizarse. En cambio, su patrimonio, aunque año tras año asciende, su tasa de crecimiento ha disminuido. Además, el crecimiento del activo ha ido unido a modificaciones en los pesos de sus distintas partidas. Así, mientras los activos líquidos aumentan su presencia hasta suponer más de un 20%, los inmuebles no representan ni un tercio de punto. Si bien, lo que se ha de destacar es el carácter fundamentalmente conservador seguido en los Fondos de Pensiones en España, al representar la renta fija siempre más del 50% del total activo.

Finalmente, reseñar que a pesar de la volatilidad que ha existido en los mercados bursátiles, la evolución de los Fondos de Pensiones en España, en general, ha sido favorable, no pudiéndose realizar tal afirmación para otras instituciones como las Entidades Aseguradoras y los Fondos de Inversión. Así, los Fondos de Pensiones han ido ganando importancia en el ahorro de las familias españolas frente a otros productos.

BIBLIOGRAFÍA

- Alvira, F.; García, J. y Blanco, F. (1996) “Jubilación, planes de pensiones y opinión pública”. *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 56, pp. 83-90.
- Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO) www.inverco.es.
- Banco de España (1989-2004) *Informe anual del Banco de España 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002 y 2003*. Banco de España, Madrid.
- Boldrin, M., Jiménez-Martín, S y Peracchi, F. (2001) “Sistema de Pensiones y Mercado de Trabajo en España”. *Monografía, Fundación BBVA*.
- Carcelén, J.M. (1989) *Planes de Pensiones y Sistemas de Jubilación*. Ed. Tecnos, S.A., Madrid.
- Conde-Ruiz, J.I. y Alonso, J. (2004) “El Futuro de las pensiones en España: Perspectivas y lecciones”. *Información Comercial Española, Revista de Economía*, nº 815, pp. 155-173.
- Cruz, I. y De Vicente, C. (dir.) (1984) *El Futuro de las Pensiones en España. Seguridad Social y Fondos de Pensiones*. Ed. Servicio de Publicaciones del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Madrid.
- Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (1996) *Memoria estadística de Planes y Fondos de Pensiones 1995*. Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- (2001) *Memoria estadística de Planes y Fondos de Pensiones 2000*. Ministerio de Economía, Madrid.
- (2003) *Seguros y Fondos de Pensiones. Informe 2002*. Ministerio de Economía, Madrid.
- (2004) *Seguros y Fondos de Pensiones. Informe 2003*. Ministerio de Economía, Madrid.
- Fuentes, E. (1984) “La crisis de la política social”. *Seminario sobre Fondos de Pensiones* (Madrid, noviembre de 1983). Documentos Bolsa de Madrid, pp. 23-49.
- Herce, J.A. y Pérez-Díaz, V. (1995) *La reforma del sistema público de pensiones en España*. Colección de Estudios e Informes, nº 4, 1995, La Caixa, Barcelona.
- Jimeno, J.F. (2002) “Demografía, empleo, salarios y pensiones”. *FEDEA, Documento de Trabajo de la Fundación de Estudios de Economía Aplicada* (FEDEA), nº 2004-03.
- Ley 62/2003, de 30 de diciembre (BOE de 31 de diciembre), de medidas fiscales, administrativas y del orden social.
- López, A. y Veganzones, J. (1982) “Fondos de Pensiones”. *Papeles de Economía Española*, nº 12-13, pp. 287-296.
- Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales (2005) *Informe de estrategia de España en relación con el futuro del sistema de pensiones*. Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Madrid.
- Montlor, J. y Tarrazón, M.A. (1999) “La inversión de los Fondos de Pensiones: Comparación del caso español y la situación internacional”. *Documentos de Trabajo, Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social*, nº 151, pp. 1-83.
- Navas, J. (dir.) (1989) *Los Planes y Fondos de Pensiones*. Ed. Colegio de Economistas de Madrid, Madrid.
- Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre (BOE de 13 de diciembre), por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones.
- Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero (BOE de 25 de febrero), por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones.
- Pérez, J.L. (1984) “Spanish Pension Fund and

- Social Security Technical Aspects and Perspectives of Development". *XXII International Congress of Actuaries*, Sydney, pp. 125-135.
- Pieschacón, C. (2005) *Sistemas de pensiones: Experiencia española e internacional*. Fundación Inverco, Madrid.
- Prieto, E. (1984) "Fondos de Pensiones, problemática de su gestión". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 13, nº. 43, pp. 67-85.
- Rodríguez, G. (2002) "La reforma del sistema público de pensiones en España". *Unidad de Políticas Comparadas (CSIC), Documento de Trabajo*, nº 02-13, pp. 1-13.
- Romero, A.M. (2002) *Los Planes de Pensiones del Sistema de Empleo*. Ed. Aranzadi, S.A., Navarra.
- Sánchez, F.; De Angulo, L.; Duque, J.; Tirado, F.; Vérguez, M.; Aguilar, J.; Castresana, L.; Mansilla, F. (1989) *Régimen jurídico de los Planes y Fondos de Pensiones*. 2ª edición, Ed. Española de Seguros, Madrid.
- Weinstein, A. y Gómez, M. (2001) *Una reforma integral del sistema de pensiones en España*. Círculo de empresarios, Madrid.
- Zubiri, I. (2003) "El futuro del sistema de pensiones en España". *Revista del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales*, nº 54, pp. 183-186.