

# LOS FONDOS DE PENSIONES: SITUACION ACTUAL Y FUTURO

A los fondos de pensiones se les ha conferido, desde hace más de una década, la característica de ser uno de los instrumentos de aceleración del desarrollo de nuestro sistema financiero. Teniendo en cuenta esta calificación, resulta oportuno repasar sus problemas actuales y sus perspectivas, una vez que han transcurrido tres años desde su implantación, sobre todo en el contexto de un número centrado en el análisis de los mercados financieros en España. Este repaso es el que efectúan **Francisco Javier Zoido Martínez** y **Manuel Angel Alvarez Rodríguez** a lo largo del presente artículo, destacando previamente algunos de sus fundamentos formales. Así, resaltan los autores su carácter instrumental, ya que, frente a otro tipo de institución financiera que justifique su existencia por sí misma, los fondos de pensiones son patrimonios creados con el exclusivo objeto de dar cumplimiento a los planes de pensiones adscritos a ellos.

## I. INTRODUCCION

**L**A Ley 8/1987 y su Reglamento determinan que «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 las reglas de constitución y funcionamiento del patrimonio que al cumplimiento de los derechos que reconoce ha de afectarse».

Por consiguiente, un plan de pensiones representa la articulación de un pacto para la creación de un sistema de previsión social complementaria entre un promotor y unos partícipes.

En el caso de los planes individuales, el promotor será una entidad financiera y los partícipes serán clientes suyos. En los planes asociados, tendremos una asociación promotora y a los so-

cios como partícipes. Los planes de empleo establecen pactos de previsión social entre la empresa y sus trabajadores.

El fondo de pensiones es el vehículo o instrumento patrimonial que posibilita la canalización de las aportaciones a los planes de pensiones; esto es, del ahorro hacia la inversión y, tanto esta característica como las variables que, a nivel global, definen el marco en el que se encuadra el pacto de la previsión social complementaria en un sistema económico, son los perfiles sobre los que conviene hacer descansar el análisis de estas instituciones desde un punto de vista financiero. De estas variables, son el nivel de cobertura de la seguridad social, el régimen fiscal aplicable a los fondos de pensiones y la situación de los mercados financieros aquellas que, a nuestro juicio, merecen ser resaltadas como las de mayor incidencia directa en cualquier análisis que pretenda aproximarse a la evolución y sig-

nificación de los fondos de pensiones, y aquellas que, sin duda, crean un cuerpo de interrelaciones que, por sí mismo, ha coadyuvado al propio nacimiento de estas instituciones.

Una primera aproximación a estos fundamentos, sobre los que se hace descansar el pacto en el que se articula la previsión social complementaria en el sistema, nos llevaría a determinar que a menor cobertura de la seguridad social, mayores incentivos para el fomento de la previsión social complementaria, y que mayores necesidades de ahorro a largo plazo deberían corresponderse con mayores incentivos fiscales a los sujetos e instituciones que lo posibilitan. Esquemas que, a simple vista, son concordantes con el principio de diferimiento de salarios o rentas corrientes, debido a una fiscalidad atractiva, implícito en todo plan de pensiones.

Las circunstancias señaladas invitan a someter a consideración los efectos que un sistema de previsión social complementaria pueda provocar en el ahorro y en la acumulación de capital. Sin embargo, dada la bisonñez del nuestro, habrá que esperar algunos años para compulsar si de verdad se ha producido algún tipo de alteración. En consecuencia, en nuestro trabajo estamos obligados a esbozar las tendencias y restricciones que, con los datos actuales y las características de nuestros mercados financieros, parecen adivinarse, y que pueden posibilitar o debilitar el desarrollo de estas instituciones.

## II. AHORRO, PLANES DE PENSIONES Y SEGURIDAD SOCIAL

Un primer punto de vista, en la configuración de este esbozo,

vendría dado por la revisión de los objetivos que impulsaron, en su momento, a la Administración a implantar en nuestro país el sistema de previsión social privada, y que resumimos en una doble vertiente:

De una parte, la evolución demográfica previsible de los países desarrollados, caracterizada por un progresivo envejecimiento de la población, dificultará, en el futuro, al Estado del bienestar la obtención de recursos suficientes para mantener los niveles de asistencia y prestaciones sociales por encima de los mínimos exigibles en los sistemas sociales democráticos. Facilitar la instauración de sistemas complementarios privados de libre adscripción, y con amplio arraigo entre los ciudadanos, contribuirá a limitar las tensiones sociales que puedan plantearse en el futuro.

De otra parte, los sistemas complementarios de previsión social, basados en esquemas de capitalización a largo plazo, fuerzan a un ahorro estable que ensancha los mercados financieros, mejorando las posibilidades y el coste de la financiación del déficit público a medio plazo. A largo plazo, un aumento en la tasa de ahorro de las economías domésticas se considera necesario para propiciar un descenso de los tipos de interés reales de la economía que haga compatible un crecimiento económico sostenido con una balanza de pagos saneada.

Se percibe claramente, a través del repaso de estos objetivos, que la articulación del pacto de previsión social en nuestro país comporta una pretensión significativa de estabilización e incremento del ahorro a largo plazo que, con independencia de la constatación de su necesidad, es de difícil cuantificación, al menos en la ex-

periencia de países con un sistema de previsión social complementaria más arraigada.

Aun cuando suele suponerse que el crecimiento de los activos de los fondos de pensiones es equivalente al crecimiento del ahorro, la teoría económica del ciclo vital apunta la posibilidad de que se trate, en gran medida, de un cambio en la distribución del ahorro. El efecto de los incentivos fiscales que facilitan el desarrollo de los fondos de pensiones puede, sin embargo, suponer un impacto positivo a corto plazo sobre el nivel de ahorro canalizado hacia ellos.

Es a partir de la segunda guerra mundial, momento tras el cual el denominado *Welfare State* se fue adueñando de las economías de los países más desarrollados, cuando puede marcarse con ciertas garantías de éxito el punto de partida para el estudio de los efectos de la seguridad social sobre el ahorro privado, aunque no ha sido hasta la década de los setenta cuando la teoría ha abordado el espinoso asunto. Se produjo entonces una proliferación de los sistemas de previsión social complementaria. La mayoría de los planes iniciados eran intercambiables con la propia seguridad social; esto es, las prestaciones que definían complementaban la diferencia entre rentas de la fase de actividad y rentas pasivas derivadas de la seguridad social.

Hoy por hoy, a pesar de los estudios realizados, ni la teoría ni las estimaciones econométricas han fijado de forma concluyente el efecto de la seguridad social sobre el ahorro y el mercado de capitales.

Munell (1976), en un excepcional análisis de la situación de los planes privados de pensiones en

EE.UU., determina que «parece razonable aventurar (bajo el supuesto de la deducibilidad fiscal de las aportaciones a los planes privados de pensiones, y en el supuesto de un tipo impositivo del 35 por 100) que las personas reducen su propio ahorro en 65 centavos por cada dólar ahorrado a través de los planes privados, lo que redundaría en un incremento del ahorro en 35 centavos. Resulta imposible determinar si este incremento se debe al tratamiento fiscal favorable o a otros rasgos propios de los planes privados como puedan ser la incertidumbre en cuanto a las prestaciones futuras, el ahorro forzoso y la jubilación anticipada». No obstante, realizada la contrastación entre el gasto fiscal y el incremento neto del ahorro debido a las aportaciones a los planes privados, éste resultaba superior al gasto, con lo que podría aventurarse que el sistema, en base a sus incentivos fiscales, puede generar una corriente de ahorro neto positivo a largo plazo y, de otra parte, parece bastante discutible que en el pasado el sistema de reparto de la seguridad social haya afectado negativamente al ahorro de las economías domésticas.

En España, Herce (1984) y Moreno (1988) obtienen resultados de signo contrario, pero convergentes: las expectativas de pensiones públicas han influido escasamente sobre el ahorro privado a largo plazo.

Es de nuevo Munell, debido a la ausencia de datos fehacientes que avalen una hipótesis concluyente, y abundando en los efectos debidos a los incentivos fiscales, quien considera a éstos como los que más pueden acentuar la incidencia positiva de las aportaciones de los planes al incremento neto del ahorro privado, hasta un límite, sin embargo,

CUADRO N.º 1

**ACTIVOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES (\*)  
(31-12-88)**

	<i>Stock de activos (31-12-88)</i>	<i>Porcentaje sobre activos sector privado</i>	<i>Porcentaje PIB</i>	<i>Inversión neta</i>	<i>Porcentaje de ahorro sector privado</i>	<i>Porcentaje PIB</i>
Reino Unido .....	387,8	23,2	46,0	15,7	70,0	1,8
Estados Unidos .....	1.646,7	13,2	33,8	72,6	49,9	1,5
Canadá .....	130,9	14,1	26,7	11,4	38,8	2,4
Japón .....	134,1	2,1	4,6	17,0	19,5	0,6
Alemania .....	41,1	2,4	3,5	4,0	3,9	0,3
España (1991) (**)	11,0	1,2	1,8	—	—	—

(\*) En miles de millones de dólares.

(\*\*) INVERCO. Proyección a 31 de diciembre de 1991.

Fuente: Bank of England.

en el que el sistema actuarial en el que éstos se fundamentan se encuentre en equilibrio.

Basándose en lo anteriormente expuesto, la Administración tributaria establece la posibilidad de diferir parte de la base imponible de los perceptores de rentas de trabajo, a cambio de garantizarse la permanencia de unos recursos ilíquidos y canalizados a través de mercados financieros organizados. Asimismo, exime de coeficientes de concentración de riesgo a todas las inversiones centradas en la financiación del déficit público o de compromisos asumidos por el Estado.

De otra parte, la concreción de los fondos de pensiones obliga a la existencia de un «hábitat» especial en los mercados financieros, derivado tanto de la exigencia de un abanico amplio de oportunidades de inversión como del uso de técnicas de gestión patrimonial que posibiliten, en cada momento, la elección adecuada de activos aplicando criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia en los plazos.

En definitiva, los aspectos más destacados para el estudio financiero de las instituciones, en el contexto de los objetivos pretendidos por la Administración, son: en primer lugar, la contrapartida que ésta ofrece al ahorro neto en la articulación del pacto social que subyace en un sistema de planes privados de pensiones: las ventajas fiscales establecidas, y, en segundo lugar, las peculiaridades del marco condicionante de la inversión. Si bien la existencia de ventajas fiscales es condición necesaria para que existan los planes de pensiones, la ausencia de un marco apropiado en el sistema financiero puede impedir la viabilidad de estos planes como canalizadores de la inversión a largo plazo.

### III. SITUACIÓN ACTUAL DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA

Situándonos en nuestra realidad, y tomando como referencia las cifras concretas de nuestro sistema a 30 de junio de 1991, podríamos decir que éstas con-

figuran un panorama ligeramente optimista, ya que el número de participantes ha conseguido superar los 700.000, y el volumen de los activos totales de los fondos ascendía a 613.790 millones de pesetas. Por tipos de planes, se distribuyen de la siguiente forma:

- De empleo: 386.223 millones de pesetas.
- Asociados: 18.870 millones de pesetas.
- De sistema individual: 208.697 millones de pesetas.

La media de los derechos consolidados en los planes individuales supera las 300.000 pesetas, lo que significa una aportación media, suponiendo fidelidad absoluta, próxima a las 100.000 pesetas. Es de destacar además que la aportación media por partícipe ha ido decreciendo a lo largo de los años. En 1988 fue de 400.000 pesetas, situándose en 1991 alrededor de 150.000 pesetas, lo cual da idea de un cambio de perfil en el partícipe debido a su popularización. Asimismo, crece el número de participantes que realizan aportaciones continuadas y

periódicas. En cuanto al sistema de empleo, si bien los estadísticos resultan menos representativos, debe mencionarse que la media por partícipe de los derechos consolidados se situaba en 5,8 millones de pesetas, y los activos aportados a los fondos en 2,1 millones de pesetas.

Conviene hacer constar, a efectos de una valoración que nos permita obtener cifras más homogéneas para una comparación con otros países, la existencia de fondos de pensiones —por un volumen estimado de, al menos, 500.000 millones de pesetas— que, sin estar acogidos al régimen legal que regula la Ley, están constituidos para la cobertura de prestaciones análogas, por no decir iguales, a los amparados por dicho texto legal. Una gran parte de ellos corresponde a los fondos internos de cajas y bancos que, en su momento, decidieron no acogerse al citado régimen legal.

#### **IV. PERSPECTIVAS FUTURAS**

Merece la pena resaltar que en un trabajo riguroso de prospectiva realizado por Herce (1989), en el que éste situaba las variables demográficas y económicas de la España del año 1988 comparándolas con las correspondientes o equivalentes a EE.UU., se determinaban unos niveles de partícipes para 31-12-90 entre 400.000-500.000, según hipótesis pesimistas-optimistas, y el nivel patrimonial de los fondos entre 320.000-350.000 millones de pesetas.

Como antes hemos indicado, dichas magnitudes están prácticamente rebasadas y podrían determinar que nos situásemos, en el horizonte del año 2000, con un volumen patrimonial, en pe-

setas corrientes, adscrito a planes de pensiones individuales de dos billones de pesetas, más otro billón de pesetas correspondiente a los planes de empleo (en términos corrientes), y un número de partícipes próximo al millón; lo que, en términos relativos referidos a variables económicas y demográficas, podría representar un volumen de activos totales próximo al 2,3 por 100 del PIB, con un número de partícipes equivalente al 6 por 100 de la población activa. (Véase cuadro n.º 1.)

Prospección de resultados que, proyectada a diez años, aun siendo importante, están muy lejos de superar el 33,8 por 100 del PIB que significan los activos totales de los planes de pensiones en EE.UU., que alcanzan a más de un 46 por 100 de la población activa, o el 46 por 100 del PIB en Reino Unido, con una cobertura superior al 70 por 100 de la población activa. (Véase cuadro n.º 1).

Resultados prospectivos a los que se llegará más fácilmente en la medida en que los límites que ubican el marco financiero de los fondos de pensiones vayan configurando a estas instituciones en un ámbito de normalidad.

#### **V. LIMITACIONES AL DESARROLLO DE LOS FONDOS DE PENSIONES**

Si el objetivo que se pretende alcanzar es el fomento del ahorro a largo plazo para la canalización de los mercados financieros, los fondos de pensiones se enfrentan actualmente a tres tipos básicos de problemas:

En *primer* lugar, su demanda es, de momento, muy reducida. Los hábitos de ahorro de los españoles distan mucho de centrarse en el largo plazo. En España,

el ahorro a la vista representa el 70 por 100 del total. En Alemania y en Francia, es del 47 por 100.

En nuestro país, se destina a seguros y pensiones el 5 por 100 del ahorro, frente al 30 por 100 en Alemania y el 37 por 100 en Francia. Además, la cultura de bancarización implica plazos de liquidez del ahorro en términos anuales. Frente a un horizonte de inversiones de veinte o más años, conveniente a los fondos de pensiones, el hábito de la demanda obliga al gestor a centrarse en el corto plazo. Esto último, a su vez, debilita las posibilidades de desarrollar los mercados a largo plazo (básicamente renta variable) y muestra la existencia de un alto grado de aversión al riesgo.

En *segundo* lugar, desde el punto de vista de la oferta, hay impedimentos legales que dificultan la aproximación a productos acordes a las preferencias o al grado de aversión al riesgo de los partícipes. En definitiva, los planes de empleo sólo pueden instrumentar sus inversiones en un fondo con una única política de inversiones. Por el contrario, en los planes individuales, un mismo partícipe puede abrirse varios planes de pensiones en fondos de distinto perfil de gestión, logrando una amplia dispersión del riesgo y posibilitando una elección óptima de rentabilidad-riesgo a escala individual.

El *tercer* aspecto limitativo del desarrollo de los fondos de pensiones está relacionado con los aspectos de gestión. Básicamente, con la rentabilidad y la estructura activa/pasiva del plan/planes que se sustentan en el fondo.

CUADRO N.º 2

**ELASTICIDAD DEL VALOR FINAL RESPECTO A VARIACIONES EN LA RENTABILIDAD DEL FONDO DE PENSIONES**

(Número de años: 25)

CRECIMIENTO APORTACIONES (en porcentaje)	RENTABILIDAD NETA DE LAS INVERSIONES (en porcentaje)									
	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00	11,00	12,00	13,00	14,00
3,00	54,45	62,31	71,55	82,40	95,17	110,21	127,93	148,83	173,50	202,62
4,00	60,70	69,15	79,03	90,61	104,20	120,16	138,93	161,01	187,02	217,65
5,00	67,92	77,01	87,61	100,00	114,49	131,47	151,39	174,76	202,23	234,51
6,00	76,29	86,09	97,49	110,77	126,26	144,36	165,54	190,33	219,39	253,48
7,00	85,98	96,58	108,87	123,14	139,74	159,08	181,64	207,99	238,79	274,85
8,00	97,22	108,72	122,00	137,37	155,20	175,91	200,00	228,06	260,79	298,99
9,00	110,29	122,79	137,17	153,77	172,96	195,19	220,97	250,92	285,76	326,33
10,00	125,50	139,11	154,74	172,71	193,42	217,33	244,98	277,01	314,18	357,34
11,00	143,20	158,08	175,09	194,59	216,99	242,77	272,50	306,84	346,57	392,59
12,00	163,84	180,13	198,70	219,91	244,20	272,07	304,10	340,99	383,55	432,72

Nota: Hipótesis para crecimientos geométricos de las aportaciones.

## 1. Rentabilidad

La rentabilidad en un fondo de pensiones influye a largo plazo de forma exponencial. En el cuadro n.º 2, se muestra la elasticidad del valor final de la prestación respecto a variaciones en la rentabilidad del fondo de pensiones.

Se supone que se realizan aportaciones crecientes en progresión geométrica. Una hipótesis de partida razonable es obtener un 8 por 100 de rentabilidad con crecimiento de las aportaciones al 5 por 100 (igual a la tasa de inflación esperada a largo plazo). Con esta base, tenemos que:

- Si obtuviésemos dos puntos más de rentabilidad, un 10 por 100, el valor final crecería un 31,47 por 100.
- Por el contrario, si la rentabilidad fuese del 6 por 100, sólo se obtiene el 77,01 por 100 del valor final estimado con el 8 por 100.

Con pequeñas diferencias, estos resultados son trasladables a

lo largo de la tabla. Si consideramos las coordenadas de referencia —una rentabilidad del 11 por 100 y un crecimiento de las aportaciones del 8 por 100—, alcanzar una rentabilidad del 13 por 100 incrementa el valor final un 30,39 por 100, mientras que lograr sólo un 9 por 100 supone un 77,6 por 100 del valor final de referencia.

Esta importante incidencia de la rentabilidad permite que la diferencia entre lo proyectado en el plan y lo realmente alcanzado mediante el fondo pueda ser amplia. Las sucesivas revisiones actuariales pueden dar lugar tanto a un progresivo aumento de las dotaciones al plan (en caso de insuficiencia de rentabilidad) como a la suspensión de las aportaciones por una autogeneración de recursos por encima de lo previsto inicialmente en el plan.

## 2. Estructura activa/pasiva del fondo de pensiones

El Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones aconseja, de una forma general, que exista

una congruencia de plazos entre el vector temporal de aportaciones y pagos de los planes adscritos a un fondo y la estructura de los vencimientos de los activos del propio fondo.

De esta forma, las comparaciones de rentabilidad de diferentes fondos deben tener en cuenta la diferente estructura pasiva de los planes de pensiones que soportan.

Como ejemplos clásicos, tenemos dos configuraciones diferentes de estructuras de fondos de pensiones:

- Fondos en los cuales el volumen de aportaciones supera los rendimientos líquidos del activo más el pago de prestaciones. Suelen caracterizar a la fase de capitalización de los fondos de pensiones. En la medida en que las aportaciones netas superen los pagos por prestaciones, puede invertirse en valores rentables pero poco líquidos (inmuebles, activos a muy largo plazo).

- Fondos maduros, en los cuales el volumen de prestaciones

CUADRO N.º 3

**EVALUACION TIR DE UNA OPERACION DE UNA 1 PESETA QUE SE REEMBOLSA COMO CAPITAL UNICO  
(En porcentaje)**

TIPOS FUTUROS (al momento de la jubilación)		TIPOS MARGINALES ACTUALES (del partcipe de fondo de pensiones)						
Medios	Marginales							
		20,00	24,00	26,00	28,00	30,00	32,00	34,00
0,00	20,00	8,85	9,04	9,15	9,25	9,36	9,47	9,58
12,00	24,00	8,31	8,51	8,61	8,71	8,82	8,93	9,04
14,86	26,00	8,17	8,36	8,47	8,57	8,68	8,79	8,90
17,00	28,00	8,06	8,26	8,36	8,46	8,57	8,68	8,79
18,77	30,00	7,96	8,16	8,26	8,37	8,48	8,59	8,70
20,33	32,00	7,88	8,08	8,18	8,29	8,39	8,50	8,62
21,76	34,00	7,80	8,00	8,10	8,21	8,31	8,42	8,54
23,09	36,00	7,72	7,92	8,03	8,13	8,24	8,35	8,46
24,35	38,00	7,65	7,85	7,95	8,06	8,17	8,28	8,39
25,58	40,00	7,58	7,78	7,88	7,99	8,09	8,21	8,32
26,75	42,00	7,51	7,71	7,81	7,92	8,02	8,13	8,25
27,91	44,00	7,44	7,64	7,74	7,85	7,95	8,06	8,18
29,04	46,00	7,37	7,57	7,67	7,78	7,88	7,99	8,11
30,16	48,00	7,30	7,50	7,60	7,71	7,81	7,92	8,04
31,26	50,50	7,23	7,43	7,53	7,63	7,74	7,85	7,97
32,79	53,00	7,13	7,33	7,43	7,54	7,64	7,75	7,87

TIPOS FUTUROS (al momento de la jubilación)		TIPOS MARGINALES ACTUALES (del partcipe de fondo de pensiones)									FIM actual
Medios	Marginales										
		36,00	38,00	40,00	42,00	44,00	46,00	48,00	50,50	53,00	
0,00	20,00	9,70	9,82	9,94	10,06	10,19	10,32	10,46	10,63	10,81	7,92
12,00	24,00	9,16	9,28	9,40	9,52	9,65	9,78	9,92	10,10	10,28	7,92
14,86	26,00	9,02	9,14	9,26	9,38	9,51	9,64	9,78	9,96	10,14	7,92
17,00	28,00	8,91	9,03	9,15	9,28	9,40	9,54	9,67	9,85	10,03	7,92
18,77	30,00	8,82	8,94	9,06	9,18	9,31	9,44	9,58	9,75	9,94	7,92
20,33	32,00	8,73	8,85	8,97	9,10	9,23	9,36	9,50	9,67	9,85	7,92
21,76	34,00	8,65	8,77	8,89	9,02	9,15	9,28	9,42	9,59	9,78	7,92
23,09	36,00	8,58	8,70	8,82	8,94	9,07	9,21	9,34	9,52	9,70	7,92
24,35	38,00	8,51	8,62	8,75	8,87	9,00	9,13	9,27	9,45	9,63	7,92
25,58	40,00	8,43	8,55	8,68	8,80	8,93	9,06	9,20	9,37	9,56	7,92
26,75	42,00	8,36	8,48	8,60	8,73	8,86	8,99	9,13	9,30	9,49	7,92
27,91	44,00	8,29	8,41	8,53	8,66	8,79	8,92	9,06	9,23	9,42	7,92
29,04	46,00	8,22	8,34	8,47	8,59	8,72	8,85	8,99	9,17	9,35	7,92
30,16	48,00	8,15	8,27	8,40	8,52	8,65	8,78	8,92	9,10	9,28	7,92
31,26	50,50	8,08	8,20	8,32	8,45	8,58	8,71	8,85	9,02	9,21	7,92
32,79	53,00	7,98	8,10	8,22	8,35	8,48	8,61	8,75	8,93	9,11	7,92

Edad, 40; rentabilidad: 0,08.  
Edad jubilación: 65; inflación: 0,05

supera a los rendimientos líquidos del activo más las aportaciones. En este caso, juega un papel determinante la modulación de la cartera al objeto de obtener la liquidez necesaria para el pago de prestaciones. Un caso especial de

este tipo de fondos son los que instrumentan exclusivamente planes de pensiones de colectivos cerrados de beneficiarios.

El pago de prestaciones de cada periodo debe sustentarse en

una liquidez a partir del estudio de:

- Las amortizaciones de la cartera de valores.
- La percepción de rendimientos líquidos del fondo.

— La realización paulatina de los activos del fondo.

La situación actual de nuestro país refleja que sólo unos pocos fondos de pensiones de tipo empleo pueden calificarse como maduros por la estructura pasiva de sus planes. Sin embargo, la actual coyuntura de mercado ha

obligado a que casi todas las entidades gestoras hayan establecido criterios de inversión que priman la liquidez y el corto plazo, frente a la rentabilidad a largo plazo y a la acumulación de plusvalías.

Cabe esperar que en el futuro la estructura activa/pasiva de los

fondos se adecue más a los requisitos de los planes sustentados que a las exigencias del mercado.

## VI. INCIDENCIA DEL MARCO FISCAL

Recientemente, se ha producido una variación fiscal que per-

### EVALUACION TIR DE FP Y FIM DE NUEVA FISCALIDAD

Definimos:

- $i_{Mg_1}$  el tipo marginal del suscriptor hoy
- $i_{Mg_2}$  el tipo marginal del momento de reembolso
- $i_{M_e}$  el tipo medio (para la renta irregular)
- $i_{\alpha}$  t.i.r. del Fondo de Pensiones

Para el Fondo de Pensiones, la tasa interna de rentabilidad será tal que haga cero la siguiente ecuación:

$$[A] \quad -1 + tMg_1 + \frac{(1+r)^n}{n} (1 - tMg_2) + \frac{n-1}{n} \frac{(1 - tM_e) (1+r)^n}{(1+i_{\alpha})^n} = 0$$

↑ Aportación      ↑ Deducción inicial      ↑ Cobro de prestaciones y pago de impuestos (renta irregular)

Para el Fondo con la Fiscalidad nueva,  $i_{\beta}$  es la t.i.r. de la operación que cumple

$$[B] \quad -1 + \frac{(1+0,99r)^n}{(1+i_{\beta})^n} - \frac{[(1+0,99r)^n - 1] K(n)}{(1+i_{\beta})^n} tMg_2 = 0$$

Donde  $K(n) = 0$  para  $n > 15$  años.

Igualando [A] y [B], tenemos, tras una transformación:

$$(1+r) \left[ \frac{1 + i_{\alpha}}{\frac{\frac{1}{n} (1 - tMg_2) + \frac{n-1}{n} (1 - tM_e)}{1 - tMg_1}} \right]^{1/n} = \frac{1 + i_{\beta}}{(1+0,99r) \left[ 1 - tMg_2 \frac{K(n)}{(1+0,99r)^n} + tMg_2 \right]^{1/n}}$$

Para comparar ambas situaciones, tenemos que el primer denominador es siempre en la práctica mayor que 1 mientras que el segundo denominador siempre es menor que 1, por lo cual:

Siempre que  $i_{Mg_1} > i_{Mg_2} > i_{M_e}$  el FP supera en tir al FIM.

Como caso relevante, tenemos la hipótesis de tipo fiscal proporcional:

$$i_{Mg_1} = i_{Mg_2} = i_{M_e}$$

y si  $n > 15$  que implica  $K(n) = 0$  (inversión a largo plazo) tendremos:

$$\frac{1 + i_{\alpha}}{1 + r} = \frac{1 + i_{\beta}}{1 + 0,99r}$$

como  $(1+r) < (1+0,99r)$  para  $r > 0$

se concluye que  $i_{\alpha} > i_{\beta}$

aunque la rentabilidad es, *de facto*, prácticamente igual (salvo por la tributación del 1 por 100 del FIM en el impuesto sobre la renta de sociedades).

judica al marco global en que se desenvuelven los fondos de pensiones.

La nueva Ley del IRPF va en la línea de simplificación de la gestión tributaria (por ejemplo, al establecer mínimos exentos de rendimientos de capital mobiliario) y de disminución de la progresividad fiscal. Este último elemento cada vez se hace más frecuente en las economías occidentales. Se puede apreciar una tendencia creciente a la reducción de los tipos marginales máximos. En repetidas ocasiones, y desde diferentes instancias, se ha propuesto al Ministerio de Economía y Hacienda instaurar un impuesto proporcional sobre la renta, y cabe esperar que algún día sea una realidad en nuestro sistema fiscal.

En ese momento, es previsible que los actuales productos financieros cuya existencia dependa del régimen fiscal progresivo (como los planes individuales de pensiones) resulten gravemente dañados.

En efecto, los fondos de inversión pueden alcanzar niveles de rentabilidad equivalentes a los de los fondos de pensiones y, tras la última reforma, el valor final, neto de impuestos, de las aportaciones de un individuo a un plan de pensiones y a un fondo de inversión mobiliaria, aunque sigue siendo favorable para el plan de pensiones, ha reducido su diferencial respecto a los FIM. En el recuadro incluido en este artículo se exponen diferentes resultados de rentabilidad para el suscriptor particular de un fondo de pensiones (FP) o de un fondo de inversión mobiliaria (FIM). Vemos detenidamente en él este fenómeno referido a aportaciones unitarias que se perciben en forma de capital único.

Lo desarrollado en el recuadro implica que la prima de iliquidez de los recursos ha descendido, situándose a un nivel muy bajo, y además ésta se verá reducida en la medida en que se extienda a una imposición proporcional sobre la renta de las personas físicas.

Pues bien, si realizamos este análisis suponiendo que la renta irregular correspondiente al capital único a percibir superase el doble de la renta regular del ejercicio en que se percibe por el beneficiario, éste recibe un brutal tratamiento fiscal con la nueva Ley del IRPF. A largo plazo, imposibilitará en la práctica que ningún partícipe perciba de un plan de pensiones fuertes sumas en forma de capital único.

La nueva reforma fiscal cercena la posibilidad de acumulación de grandes capitales a los partícipes de planes individuales.

La alternativa posible, el cobro en forma de renta vitalicia, resulta sólo ligeramente más ventajosa para el FP. En efecto, mientras que todo lo percibido de esta forma de un plan de pensiones es renta de trabajo, en el FIM los rendimientos gravables son siempre mínimos, e incluso están exonerados cuando corresponden a rescates de aportaciones efectuadas hace más de 15 años. En conclusión, los planes individuales de pensiones son ventajosos para clientes que deseen cobrar en forma de capital único, y no grandes cuantías, realizando aportaciones en los últimos años de su vida laboral.

Las expectativas abiertas con la Ley 8/1987 se vuelven sombrías cuando aún la normativa no lleva cinco años vigente. La única baza posible a jugar por los fondos de pensiones es que poseen

una rentabilidad ligeramente superior a los FIM.

Insistiendo en la rentabilidad, durante los primeros años, la prudencia especial en las inversiones fuerza a situarse en activos de bajo riesgo y con baja volatilidad. Al adquirir dimensión el fondo, podrá admitir un mayor riesgo, puesto que ya tiene un margen de cobertura elevado.

## VII. MARCO LEGISLATIVO FUTURO: DIRECTIVA COMUNITARIA

La unificación requerida por el mercado único no parece que pueda alcanzar a los planes de pensiones de forma inmediata.

Mientras las operativas de seguros son bastante homogéneas, y desde la década de los sesenta se dispusieron procesos de convergencia, en planes de pensiones aún se están dando los primeros pasos.

Es más, parece previsible que no se pretenda unificar planes de empleo de los diferentes países. En estos planes, el componente empresarial es elevado, y los regímenes de tributación de sociedades muy diversos.

En los planes de pensiones individuales, cabe hablar de cierta base común, si bien no parece cercana la aprobación de una directiva común, por tres razones:

- En algunos países, los planes pueden ser comercializados o gestionados por instituciones como bancos, frente a otros en los que se requiere que la sociedad gestora tenga casi ese objeto exclusivo (como en España). Esto restringe la libertad de ubicación.
- En otros países, los fondos de pensiones forman un patrimonio

nio específico, sin personalidad jurídica propia al estilo de nuestro país. En otros, son poco más que una cuenta bancaria especial o una operación de seguro específica, sin mayor entidad jurídica, lo cual además interfiere con las normativas conexas del sector asegurador o del bancario.

- Finalmente, cada país impone los beneficios fiscales en el IRPF (en el caso de que los haya asumido) a su particular concepto de plan individual de pensiones, por lo que la libertad de contratación resulta mediatizada.

Por tanto, no parece posible un acuerdo general a corto plazo acerca de los planes individuales de pensiones, y mucho menos de los colectivos.

De implantarse una normativa comunitaria, ésta deberá implicar radicales modificaciones legislativas, en el derecho mercantil y fiscal, que algunos estados miembros no parecen dispuestos a aplicar hasta sus últimas consecuencias.

#### BIBLIOGRAFIA

- HERCE, J. A. (1985), «Seguridad Social, decisiones individuales óptimas, comportamiento agregado y evidencia empírica en España: 1956-82». *Documento de Trabajo*, n.º 8503, Programa de Investigaciones Económicas, Fundación Empresa Pública.
- (1989), «Planes y fondos de pensiones». *Su-*

*plementos sobre el Sistema Financiero*, número 26, PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

MORENO MARTÍN, L. (1988), «Efectos de las Pensiones de la Seguridad Social sobre el ahorro privado». *Documento de Trabajo*, n.º 8802, Programa de Investigaciones Económicas, Fundación Empresa Pública.

MUNELL, A. H. (1982), «Aspectos económicos de los planes de pensiones privados», Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.