



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI-741

Abril, 2008

RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA, 1991-2007

Pablo Fernández

Vicente J. Bermejo

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2008 IESE Business School.

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras empresas patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Royal Bank of Scotland y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA, 1991-2007

Pablo Fernández¹

Vicente J. Bermejo²

Resumen

En los últimos 10 y 17 años, la rentabilidad promedio de los planes de pensiones fue inferior a la inversión en bonos del Estado. Sólo dos de los 170 planes con 17 años de historia tuvieron una rentabilidad superior a la de los bonos del Estado.

Ninguno de los 170 planes con 17 años de historia; 3 de los 511 planes con 10 años de historia; 2 de los 1.597 planes con 5 años de historia y 2 de los 2007 planes con 3 años de historia tuvieron una rentabilidad superior al Índice de la Bolsa de Madrid.

A pesar de estos resultados, el 31 de diciembre de 2007, 10,4 millones de partícipes tenían un patrimonio de 86,6 millardos de euros en 3.185 planes de pensiones. En 2007, ¡el 64,6% del patrimonio de los fondos estaba invertido en renta fija y tesorería!

El decepcionante resultado global de los fondos se debe a las elevadas comisiones, a la composición de la cartera y a la gestión activa. Las comisiones de los fondos en 2007 fueron de 1 millardo de euros.

El resultado global de los fondos no justifica en absoluto la discriminación fiscal a favor de los mismos. En muchos casos, los inversores perdieron la desgravación fiscal con la que el Estado les indujo a invertir en fondos de pensiones en menos de cinco años (vía comisiones e ineficiencias en inversión y gestión). Parece obvio que el Estado tiene alguna responsabilidad en las pérdidas que millones de contribuyentes han sufrido y siguen sufriendo.

¹ Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

² Asistente de Investigación, IESE

Clasificación JEL: G12, G31, M21

Palabras clave: fondos de pensiones, fondos de inversión, Inverco, rentabilidad para los partícipes, *benchmark*.

RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA, 1991-2007

Este documento analiza la rentabilidad de los partícipes en los fondos de pensiones españoles en el período 1991-2007.

1. Evolución del patrimonio, del número de fondos y partícipes

La Tabla 1 muestra algunas características de los fondos de pensiones en España. El 31 de diciembre de 2007, 10,36 millones de partícipes¹ tenían un patrimonio de 86,6 millardos de euros en los 3.185 fondos de pensiones existentes. Sorprende la gran cantidad de fondos existentes y su proliferación a lo largo de los años.

Tabla 1

Fondos de pensiones en España, 1991-2007. Patrimonio, número y partícipes

Fondos de pensiones	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Patrimonio (millardos de euros) TOTAL	4,9	6,6	8,6	10,4	12,8	17,4	21,9	27,2	31,7	37,9	43,8	48,3	55,9	63	72,9	81,2	86,6
<i>Sistema individual</i>	1,7	2,6	3,8	4,7	6,3	9,1	12,3	16,3	19	21,5	24,2	26,3	31,6	37	43,7	49,9	54,2
<i>Sistema empleo</i>	3	3,9	4,6	5,4	6,1	7,8	9	10,1	11,8	15,6	18,8	21,3	23,5	25,1	28,2	30,2	31,2
<i>Sistema asociado</i>	0,14	0,18	0,25	0,3	0,38	0,51	0,63	0,77	0,84	0,81	0,78	0,76	0,84	0,88	1,01	1,13	1,20
Número de fondos TOTAL	302	341	471	488	685	605	708	770	926	1.093	1.318	1.465	1.645	2.286	2.631	2.759	3.185
<i>Sistema individual</i>	170	148	196	198	379	265	339	377	478	557	658	761	860	920	1001	1052	1.103
<i>Sistema empleo</i>	110	167	213	222	235	267	292	317	372	464	567	615	697	1283	1544	1618	1.873
<i>Sistema asociado</i>	21	26	63	68	71	73	76	76	76	73	93	89	89	83	86	89	209
Partícipes (millones) TOTAL	0,84	1,07	1,34	1,59	1,8	2,18	2,72	2,98	3,58	4,77	5,64	6,55	7,4	8,61	9,33	9,87	10,36
<i>Sistema individual</i>	0,71	0,88	1,07	1,3	1,49	1,84	2,35	2,58	3,13	4,23	4,98	5,85	6,61	7,24	7,7	8,16	8,53
<i>Sistema empleo</i>	0,11	0,17	0,21	0,22	0,23	0,27	0,29	0,32	0,37	0,46	0,57	0,61	0,7	1,28	1,54	1,62	1,75
<i>Sistema asociado</i>	0,02	0,03	0,06	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08	0,07	0,09	0,09	0,09	0,08	0,09	0,09	0,08
Patrimonio/partícipe (miles de euros)	5,8	6,2	6,4	6,5	7,1	8	8,1	9,1	8,8	7,9	7,8	7,4	7,6	7,3	7,8	8,2	8,4
<i>Sistema individual</i>	2,4	2,9	3,5	3,6	4,2	4,9	5,2	6,3	6,1	5,1	4,9	4,5	4,8	5,1	5,7	6,1	6,4
<i>Sistema empleo</i>	27,4	23,2	21,5	24,1	26,1	29,4	30,8	31,9	31,8	33,6	33,2	34,6	33,8	19,6	18,3	18,6	17,8
<i>Sistema asociado</i>	6,4	6,8	4	4,5	5,3	7	8,3	10	11	11,2	8,4	8,6	9,5	10,5	11,7	12,7	14,3

Fuente: Inverco².

¹ Si un mismo partícipe realiza aportaciones a tres fondos, Inverco cuenta tres partícipes. Por eso, el patrimonio medio por partícipe era de sólo 8.200 euros, cifra muy inferior a los 29.000 euros/partícipe de los fondos de inversión. Más del 50% de las aportaciones de los últimos años fueron inferiores a 300 euros, y más del 70%, inferiores a 900 euros.

² El Anexo 1 describe brevemente las distintas categorías de fondos de pensiones. El sector de seguros y fondos de pensiones en España está bajo la supervisión y control de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP).

Fondos de inversión	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Patrimonio (millardos de euros)	23,2	37,8	61,6	67,6	73,3	112	162	204	206	183	180	171	198	220	246	254	239
Número de fondos	374	480	579	663	752	959	1.458	1.867	2.154	2.426	2.540	2.487	2.623	2.654	2.616	2.779	2.907
Participes (millones)	1,15	1,68	2,55	2,79	2,94	4,29	6,24	7,98	8,01	7,66	7,45	7,13	7,63	8,04	8,56	8,82	8,26
Patrimonio/participes (miles de euros)	20	23	24	24	25	26	26	26	26	24	24	24	26	27	29	29	29

El patrimonio de los fondos de pensiones en 2007 (86.600 millones de euros) puede compararse con el de los fondos de inversión (239.000 millones de euros) y con el de los depósitos en bancos y cajas (1.002.191 millones de euros).

2. Rentabilidad de los fondos de pensiones

Aunque en la publicidad de un fondo de pensiones se lee que «*Batir un benchmark de mercado no satisface las necesidades de los clientes de un plan de pensiones*», suponemos que no batirlo les satisfará todavía menos. Comparar la rentabilidad de los fondos con la inflación, con la rentabilidad de los bonos del Estado y con la bolsa española, sí proporciona luz para enjuiciar la gestión de los fondos y su composición.

La Tabla 2 muestra la rentabilidad media de los fondos de pensiones en España en los últimos 3, 5, 10 y 17 años (5,25%, 5,78%, 3,03% y 6,07% en el caso de los del sistema individual) y la compara con la inflación, la inversión en bolsa y la inversión en bonos del Estado español. Sorprende que en los últimos diez años, la rentabilidad promedio de los fondos del sistema individual fue similar a la inflación. También sorprende que en los últimos 10 y 17 años, la rentabilidad promedio de los fondos fue sustancialmente inferior a la rentabilidad de una inversión en bonos del Estado a 10 años.

En una encuesta que preguntaba sobre las razones para invertir en un fondo de pensiones, las tres respuestas más repetidas fueron: acumular ahorro para la jubilación (60%), la desgravación fiscal (32%) y la rentabilidad financiera (31%).

Tabla 2

Rentabilidad de los fondos de pensiones. Sistema individual y sistema empleo

	SISTEMA INDIVIDUAL				SISTEMA EMPLEO			
	Rentabilidad anual media del período que termina en diciembre de 2007				Rentabilidad anual media del período que termina en diciembre de 2007			
	3 años	5 años	10 años	17 años	3 años	5 años	10 años	17 años
Rentabilidad de los fondos (%): Promedio	5,25	5,78	3,03	6,07	5,29	5,47	4,03	7,67
Máx.	28,19	24,05	18,40	8,77	56,69	33,68	16,95	13,32
Mín.	-2,55	-0,33	-0,25	4,07	-51,10	-33,60	-17,20	5,02
Número de fondos. Total	811	633	257	111	1047	828	216	47
Con rentabilidad superior al ITBM	1	0	2	0	1	2	1	0
Con rentabilidad superior al bono 10	530	338	13	0	1013	654	15	2
Con rentabilidad superior al 15%	34	22	1	0	3	2	1	0
Con rentabilidad superior al 10%	146	122	3	0	29	34	3	2
Con rentabilidad superior al 5%	301	277	18	101	569	480	22	47
Porcentaje de fondos con rentabilidad < inflación	45%	35%	66%	0%	9%	4%	8%	0%
Porcentaje de fondos con rentabilidad < renta fija 1 año*	41%	29%	76%	60%	6%	4%	26%	15%
Porcentaje de fondos con rentabilidad < renta fija 10 años**	35%	47%	95%	100%	3%	21%	93%	96%
Rentabilidad de los 10 mayores fondos (en 2007)	3,44	3,40	3,60	6,18	5,16	5,24	4,56	6,81
Rentabilidad de los 50 mayores fondos	4,80	4,68	2,69	6,06	5,36	5,67	4,65	7,10

Rentabilidades medias (porcentaje)	3 años	5 años	10 años	17 años	Rentabilidades medias (porcentaje)	3 años	5 años	10 años	17 años
Inflación	3,2	3,1	3,0	3,6	Top 30 Book/P ponderado	29,7%	30,4%	26,4%	27,3%
ITBM	24,5%	25,9%	13,7%	16,3%	Renta fija 1 año*	2,7%	2,7%	3,4%	6,3%
IBEX 35 (con dividendos)	22,5%	24,1%	10,4%	15,1%	Renta fija 10 años**	2,1%	4,3%	5,8%	10,5%
IBEX 35 igual ponderación	22,2%	25,7%	13,1%	16,1%	Fondos de inversión ***	4,5%	4,4%	3,0%	5,3%
Top 30 DIV ponderado	27,0%	26,3%	20,5%	22,9%	Top 20 Book/P ponderado	40,9%	36,5%	30,6%	30,4%

* AFI SPAIN GVT 1 YEAR TREASURY BILL ** ES BENCHMARK 10 YEAR DS GOVT. INDEX

*** Fuente: Inverco.

Rentabilidad ponderada (TIR) del conjunto de los fondos de inversión desde el año indicado hasta 2006

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
3,5%	3,5%	3,4%	3,1%	3,1%	2,9%	2,6%	2,3%	1,8%	1,4%	2,0%	2,6%	3,8%	3,8%	4,0%	3,7%	2,4%

La Figura 1 muestra el patrimonio y la rentabilidad de los últimos cinco años de los fondos de los sistemas individual y empleo (las dos figuras de la derecha tienen escala logarítmica). En el caso de los fondos del sistema individual, los mayores fondos fueron menos rentables que la media. Habida cuenta de que la rentabilidad media en esos cinco años de los bonos a 10 años fue del 4,3%, la del ITBM fue del 25,9%, y de que la inflación media fue del 3,1%, no parece que los partícipes deban estar muy satisfechos.

Otros datos son los siguientes.

Sistema individual:

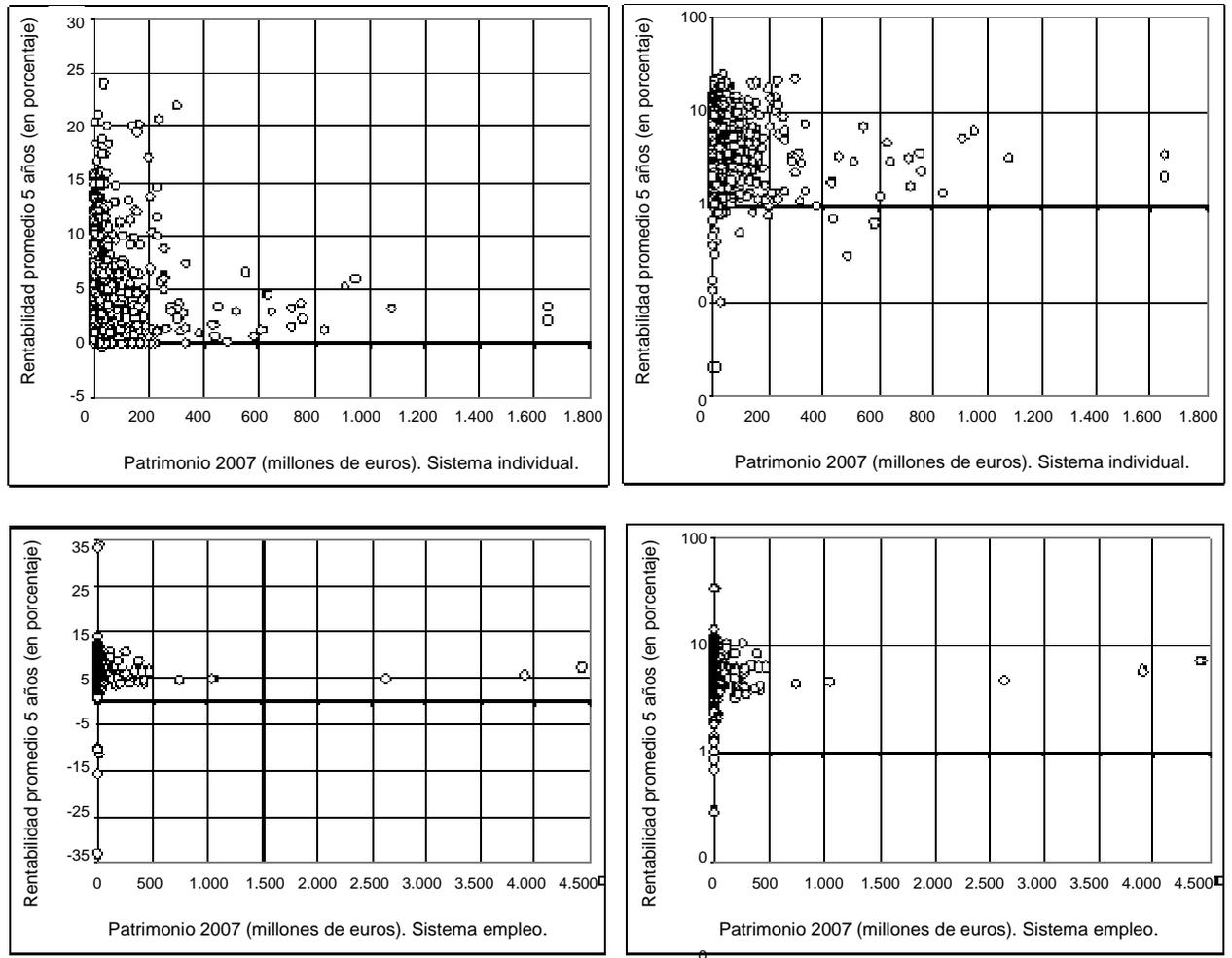
- Los diez mayores fondos tenían el 21% del patrimonio; los 50 mayores, el 50%, y los 146 mayores, el 75%.
- Los diez fondos más rentables en los últimos cinco años tenían el 2,7% del patrimonio, y los 50 más rentables, el 6,1%.
- La correlación de las aportaciones a los fondos de 2007 con la rentabilidad de los últimos cinco años fue del -7,3%; con la rentabilidad de los últimos tres años, fue del 8,4%, y con la rentabilidad del último año, fue del 1,5%.

Sistema empleo:

- Los diez mayores fondos tenían el 58,6% del patrimonio, y los 29 mayores, el 75%.
- Los diez fondos más rentables en los últimos cinco años tenían el 0,1% del patrimonio, y los 29 más rentables, el 2,3%.
- La correlación de las aportaciones a los fondos de 2007 con la rentabilidad de los últimos cinco años fue del 1,4%; con la rentabilidad de los últimos tres años, fue del 1,2%, y con la rentabilidad del último año, fue del 1,5%.

Figura 1

Fondos de pensiones. Sistema individual y sistema empleo
Patrimonio y rentabilidad de los últimos cinco años

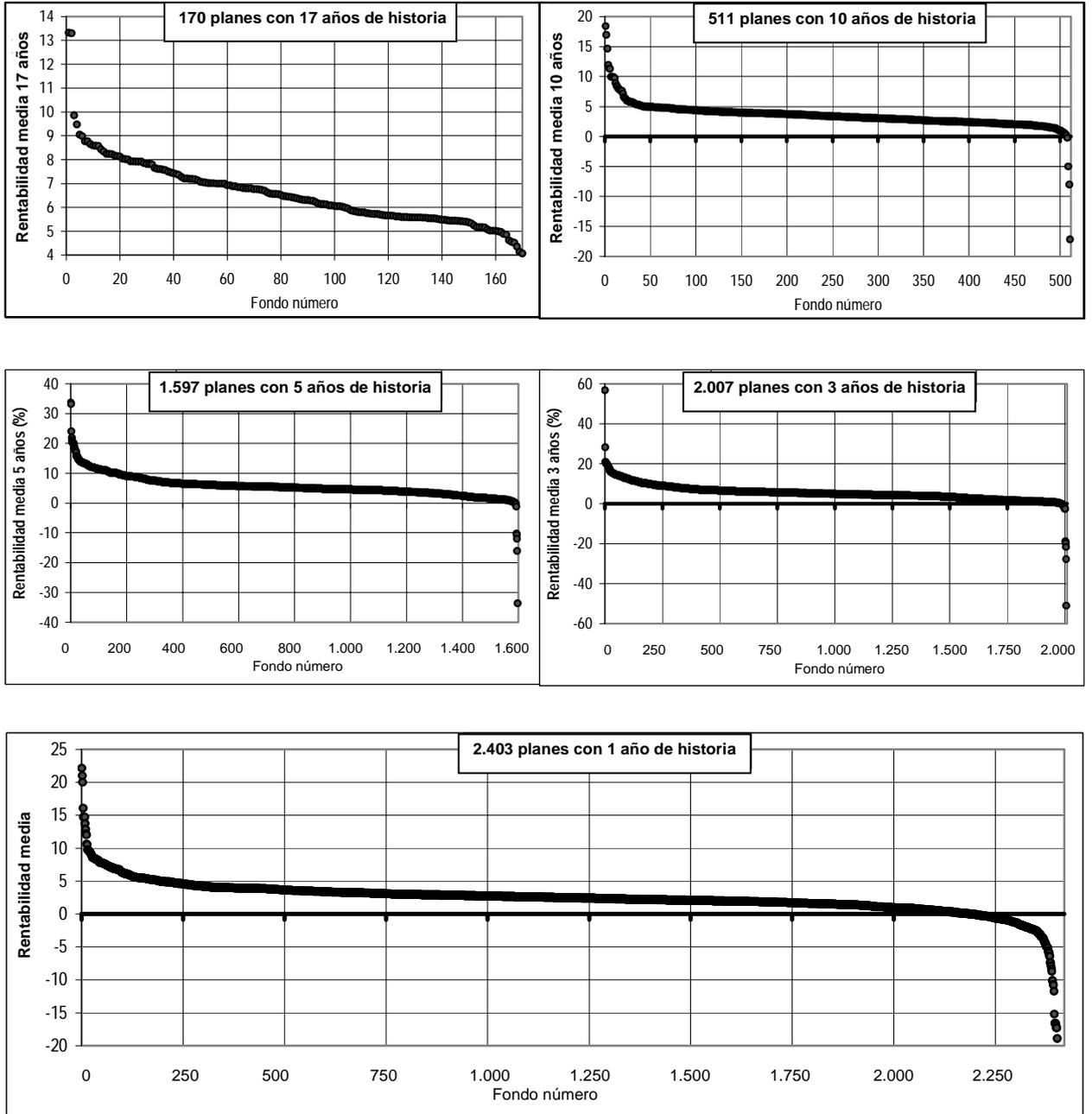


La Figura 2 ordena la rentabilidad de todos los planes de pensiones con 17, 10, 5, 3 y 1 años de historia de mayor a menor. La Figura permite constatar que:

- Tuvieron una rentabilidad superior a la inversión en el ITBM (acciones españolas): 0 de los 170 planes con 17 años de historia; 3 de los 511 planes con 10 años de historia; 2 de los 1.597 planes con 5 años de historia, y 2 de los 2.007 planes con 3 años de historia.
- Tuvieron una rentabilidad superior a la inversión en renta fija del Estado español a 10 años: 2 de los 170 planes con 17 años de historia y 27 de los 511 planes con 10 años de historia.

Figura 2

Porcentaje rentabilidad de los planes de pensiones (sistema individual, sistema empleo y sistema asociado)



3. Análisis de la rentabilidad por categorías de fondos (sistema individual)

En este apartado, los fondos del sistema individual se agrupan según las categorías establecidas por Inverco (véase Anexo 1). Las categorías en las que se clasifican los fondos de pensiones (6) son muchas menos que las que clasifican los fondos de inversión (19). Por otro lado, sólo se aplican estas categorías a los fondos del sistema individual.

La Tabla 3 muestra la rentabilidad de los fondos. Por ejemplo, el patrimonio de los 198 fondos de la categoría “Renta variable” era de 5.670 millones de euros al final de 2007. La rentabilidad media de estos fondos durante los tres últimos años fue del 12,23%, y durante los cinco últimos años fue del 11,85%. De los 198 fondos de “Renta variable” existentes al final de 2007, sólo uno tenía 17 años de historia, 16 tenían diez años, 117 tenían cinco años y 143 tenían tres años. La rentabilidad media anual del ITBM durante los últimos tres años fue del 24,5% (un 12,65% superior a la media de los fondos); durante los últimos cinco años, del 25,9% (un 14,7% superior a la media de los fondos); durante los últimos diez años, del 13,7% (un 10,8% superior a la media de los fondos), y durante los últimos 17 años, del 16,3% (un 11,41% superior a la media de los fondos)³.

Tabla 3

Sistema individual. Rentabilidad histórica de los fondos para sus partícipes

	Diciembre de 2007			Número de fondos en el período hasta 2007				Rentabilidad histórica partícipes hasta 2007			
	Número de fondos	Millones partícipes	Patrim. en millardos	3 años	5 años	10 años	17 años	3 años	5 años	10 años	17 años
Renta fija corto plazo	123	0,97	5,93	90	69	19	5	1,44	1,52	2,13	5,11
Renta fija largo plazo	73	0,93	5,19	54	50	31	14	1,00	1,50	2,41	5,87
Renta fija mixta	287	3,48	21,33	238	212	141	87	3,78	4,03	2,76	6,08
Renta variable mixta	197	1,26	7,44	139	128	48	4	8,37	8,41	4,25	8,05
Renta variable	198	0,84	5,67	143	117	16	1	12,23	11,85	3,88	4,89
Garantizados	225	1,05	8,63	147	57	2	0	1,78	2,79	4,33	--
TOTAL FONDOS	1.103	8,53	54,20	811	633	257	111	5,25	5,78	3,03	6,07

Las diferencias entre unos fondos y otros han sido muy apreciables. La Tabla 4 muestra la rentabilidad máxima y mínima de los fondos en cada categoría y su impacto en el patrimonio de los partícipes. Por ejemplo, de los 128 fondos de renta variable mixta con cinco años de historia, el fondo más rentable obtuvo un 17,22%, mientras que el menos rentable obtuvo un 0,13%. Traduciendo esto en euros, 100 euros en el fondo más rentable se convirtieron en 293,8 euros (aumento de valor de 193,8 euros), mientras que en el menos rentable se convirtieron en 104,3 euros (aumento de valor de 4,3 euros).

³ Un documento que analiza de modo similar la rentabilidad de los fondos de inversión en España se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=982821>. Otro documento que analiza específicamente la rentabilidad de los fondos de inversión de renta variable nacional se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=985120>

Tabla 4

Sistema individual. Rentabilidades históricas máxima y mínima

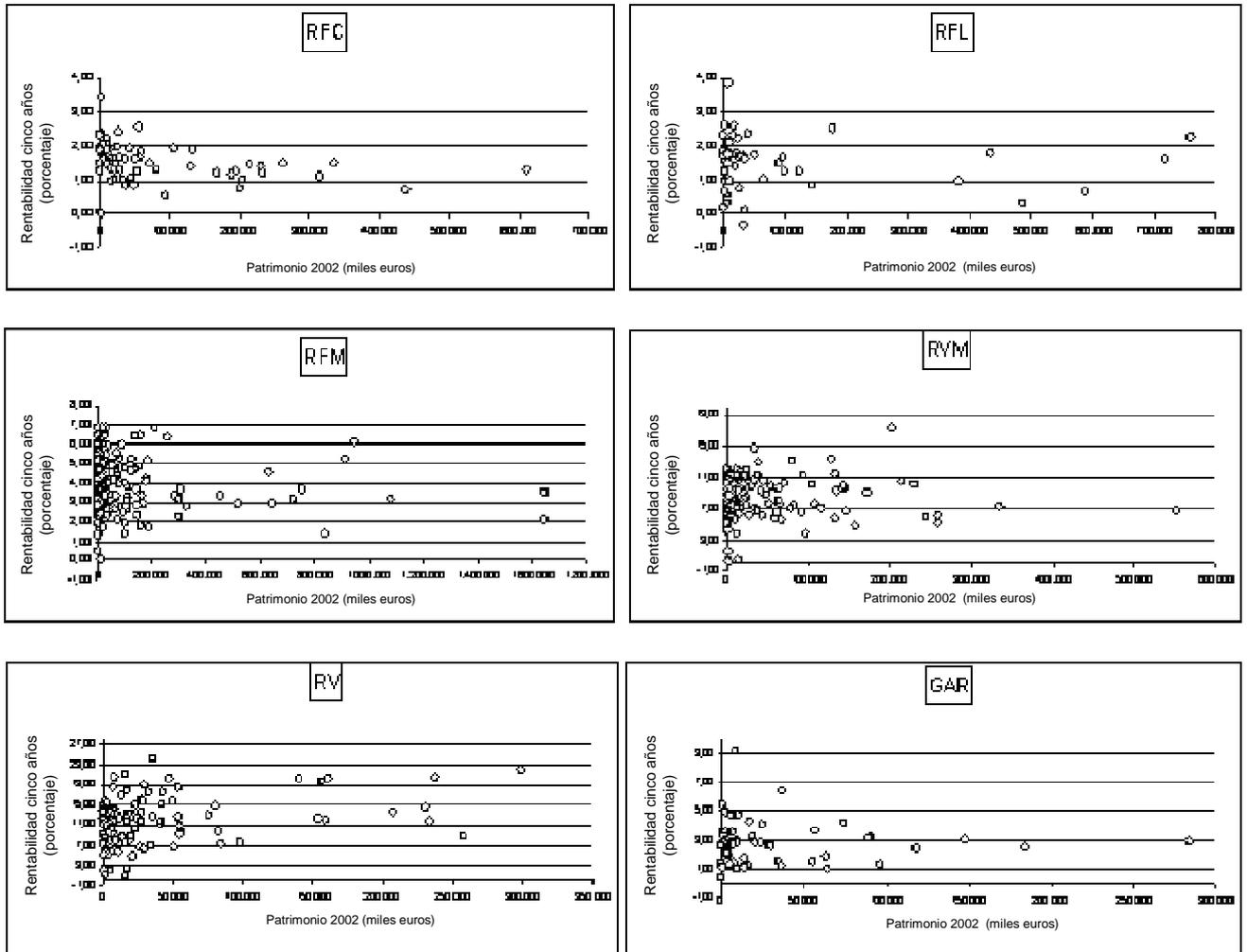
	Rentabilidad máxima y mínima de los fondos de cada categoría								Aumento de valor en 2007 de una inversión inicial de 100 euros realizada en el fondo de mayor y menor rentabilidad							
	3 años		5 años		10 años		17 años		3 años		5 años		10 años		17 años	
	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.
Renta fija corto plazo	3,5	-0,3	3,5	0,0	4,8	0,7	5,6	4,4	10,7	-1,0	18,5	0,0	60,3	7,5	151,3	106,2
Renta fija largo plazo	5,0	-1,0	3,9	-0,3	4,6	1,4	6,8	5,0	15,7	-2,9	20,8	-1,6	56,5	14,6	206,0	128,1
Renta fija mixta	7,5	0,7	6,9	0,0	9,7	0,8	8,1	4,1	24,4	2,0	39,3	0,1	153,1	8,5	272,9	97,0
Renta variable mixta	14,8	0,6	17,2	0,1	18,4	1,1	8,8	6,8	51,5	1,7	121,3	0,7	441,4	11,0	317,5	207,9
Renta variable	28,2	0,8	24,1	0,8	9,9	-0,3	4,9	4,9	110,7	2,4	193,8	4,3	157,7	-2,5	125,2	125,2
Garantizados	13,4	-2,6	9,2	0,4	5,3	3,4			46,0	-7,5	55,0	1,9	67,4	39,2		
TOTAL FONDOS	28,2	-2,6	24,1	-0,3	18,4	-0,3	8,8	4,1	110,7	-7,5	193,8	-1,6	441,4	-2,5	317,5	97,0

La Figura 3 muestra el patrimonio y la rentabilidad de los últimos cinco años de las seis categorías de los fondos del sistema individual. Puede apreciarse, de nuevo, la diferencia entre la rentabilidad de unos fondos y otros.

Figura 3

Fondos de pensiones. Sistema individual

Patrimonio y rentabilidad de los últimos cinco años de cada categoría



4. Análisis de la rentabilidad de los fondos de renta variable (sistema individual)

La Tabla 5 muestra la dispersión de las rentabilidades de los 115 fondos de “Renta variable nacional” con cinco años de historia hasta 2006. Hemos distribuido los fondos en distintas categorías: 37 que invierten mayoritariamente en acciones españolas, 24 que invierten mayoritariamente en acciones europeas... Hemos comparado la rentabilidad de los fondos con un *benchmark*. Por ejemplo, el *benchmark* utilizado para la categoría España fue el ITBM; el de la categoría Europa fue 50% Eurostoxx 50 y 50% Footsie 100; el de la categoría USA fue el S&P 500...⁴. Sólo seis fondos de los 115 batieron el *benchmark* en los últimos cinco años y sólo tres en los últimos tres años.

Tabla 5

Fondos de renta variable del sistema individual. Rentabilidades históricas máxima y mínima, 2006

	Fondos	Rentabilidad				Miles par-ticipes 06/dic.	Aportac. neta 2006	Patri-monio 2006/dic.	Benchmarks		Fondos con Rentab. > benchmark	
		5 años			3 años				5 años	3 años	5 años	3 años
		Prom.	Máx.	Mín.	Prom.							
España	37	7,3	14,0	-0,7	16,3	202	121	1.580	18,1	29,6	0	0
Europa	24	2,4	7,1	0,2	14,6	133	92	925	4,6	17,1	1	1
Emergentes	1	12,3	12,3	12,3	24,7	2	3	22	17,4	29,0	0	0
Globales	42	1,6	9,3	-5,9	11,7	222	70	974	8,3	19,3	2	1
Estados Unidos	4	-4,8	-0,2	-6,5	5,2	12	4	41	-1,8	8,8	1	1
Japón	2	4,6	5,0	4,1	8,9	5	3	28	4,9	12,4	1	0
Tecnología	3	-5,6	-5,3	-6,0	2,0	13	2	39	8,3	19,3	0	0
Oportunidades	2	7,3	14,6	0,0	14,1	6	8	62	8,3	19,3	1	0
115 fondos	115	3,4			13,5	596	303	3.672			6	3

5. Fondos con mayor y menor rentabilidad

La Tabla 6 muestra los fondos del sistema individual y del sistema empleo que tuvieron las mayores y las menores rentabilidades en los últimos cinco y diez años.

Es curioso que en los últimos cinco años, la mayor rentabilidad del sistema individual no la obtuviera un fondo de renta variable, sino uno de renta variable mixta (MS Bolsa Emergente, que obtuvo el 24,05%). La diferencia de rentabilidad entre este fondo y los siguientes es notable.

Los dos fondos del sistema empleo con mayor rentabilidad en los últimos cinco años fueron fondos muy pequeños y con muy pocas aportaciones en 2007. La diferencia de rentabilidad entre estos fondos (obtuvieron 33,68% y 33,18%) y los siguientes, es notable.

En los últimos diez años, dos fondos de renta variable mixta obtuvieron las mayores rentabilidades del sistema individual (Fonditel obtuvo un 18,40% y Bestinver Ahorro un 14,64%). La diferencia entre la rentabilidad entre estos dos fondos y la de los siguientes es muy notable.

⁴ Hemos utilizado los mismos *benchmarks* que en el documento «Rentabilidad de los fondos de inversión en España», 1991-2007”. Se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=982821>

El fondo del sistema empleo con mayor rentabilidad en los últimos diez años fue también un fondo muy pequeño y con muy pocas aportaciones en 2007. La diferencia de rentabilidad entre el mejor fondo (obtuvo el 16,95%) y los siguientes es también muy notable.

6. Rentabilidad de los mayores fondos

La Tabla 7 muestra los fondos con mayor patrimonio del sistema individual y del sistema empleo. En ambos sistemas había una gran concentración en 2007. En el sistema individual, los diez mayores fondos tenían el 21% del patrimonio; los 50 mayores, el 50%, y los 146 mayores, el 75%. Mayor fue la concentración de los fondos del sistema empleo: los diez mayores fondos tenían el 58,6% del patrimonio, y los 29 mayores, el 75%.

La Tabla 7 permite apreciar la pequeña correlación entre tamaño y rentabilidad. Los diez fondos del sistema individual más rentables en los últimos cinco años tenían el 2,7% del patrimonio, y los 50 más rentables el 6,1%. En el sistema empleo, los diez fondos más rentables en los últimos cinco años tenían el 0,1% del patrimonio, y los 29 más rentables, el 2,3%.

Tabla 6

Fondos con mayor y menor rentabilidad en los últimos cinco y diez años

Fondos con mayor y menor rentabilidad en el período 2002-2007. Sistema individual.

En miles de euros

	Nombre de los planes	Rentabilidad			Participes dic. 2007	Aportac. neta 2007	Patrimonio dic. 2007	Nombre del fondo
		5 años	3 años	1 año				
RVM	MS BOLSA EMERGENTE	24,05	28,19	22,11	2.711	4.664	35.816	MS BOLSA EMERGENTE FP
RV	ING DIRECT IBEX 35 PP	21,93	20,75	9,41	34.212	38.399	299.052	ING DIRECT 3 FP
RV	P.PENEDES P. BORSA	21,11	18,67	8,41	3.088	--	16.842	PENEDES PEN BORSA F.P.
RV	SCH R.VBLE. ESPAÑA	20,59	19,36	7,81	20.696	17.356	237.033	SCH R.V. ESPAÑA
RV	FUTURESPAÑA RV	20,35	19,94	12,01	1.455	1.767	8.885	FUTURESPAÑA RTA.VBLE.
RFL	BK RENTA FIJA L/PLZ.	0,10	-0,63	0,59	7.243	2.283	33.866	BK RENTA FIJA L/PLZ.
RFM	PP IBER. P. R.INT.	0,02	1,88	-1,21	3.820	1.342	11.940	IBERCAJA P. R. INTER.
RFC	COTREL	0,02	-0,22	-0,91	24	2	77	RGA-5
RFC	CAJA R. TORRENT	-0,01	-0,27	-0,99	662	126	1.270	RGA-5
RFL	CAIXA CATALUNYA PP RF	-0,33	-0,97	-1,69	37.005	5.178	30.621	CAIXA CATALUNYA IX

Fondos con mayor y menor rentabilidad en el período 2002-2007. Sistema empleo.

En miles de euros

	Nombre de los planes	Rentabilidad			Participes dic. 2007	Aportac. neta 2007	Patrimonio dic. 2007	Nombre del fondo
		5 años	3 años	1 año				
	EMALCSA	33,68	--	4,96	158	--	12.542	PASTOR EMPRESAS MIXTO
	AYTO. DE CALASPARRA	33,18	56,69	--	60	41	344	FONDPOSTAL PENS. IV
	PGP-1301	14,04	16,47	6,69	176	462	7.468	FGP-13
	PCAH-0402	12,32	11,94	5,39	258	--	2.695	AHORROVIDA II
	EMPLEO 9	11,97	12,93	6,69	168	53	388	PARTICIPADAS
	LIGHTING/APPLIANCES	-10,20	-18,90	--	31	60	474	SANTANDER AHORRO 38
	GE SMALLWORLD	-10,70	-19,70	--	--	47	215	SANTANDER AHORRO 38
	GENERAL ELECTRIC	-12,00	-21,70	2,58	358	1.379	17.657	SANTANDER AHORRO 38
	AYTO. MARTOS	-16,10	-27,80	--	109	66	760	AHORROPENSION DOS
	F21 (4)	-33,60	-51,10	--	53	136	2.659	FONDO 21

Fondos con mayor y menor rentabilidad en el período 1997-2007. Sistema individual

En miles de euros

	Nombre de los planes	Rentabilidad					Participes dic. 2007	Aportac. neta 2007	Patri-monio dic. 2007	Nombre del fondo
		17 años	10 años	5 años	3 años	1 año				
RVM	P.I. FONDITEL	--	18,40	10,44	8,94	3,55	7.062	4.096	214.706	FONDITEL C
RVM	P.P. BESTINVER AHORRO	--	14,64	17,22	13,53	-1,19	6.525	5.351	203.016	BESTINVER AHORRO
RVM	PP INDIVID.PROSPERITY	--	11,94	14,67	10,84	3,54	2.672	87	33.276	PROSPERITY UNO
RV	RENTA-4	--	9,93	18,40	16,10	7,09	--	2.678	54.868	RENTPENSION
RFM	BS PENTAPENSION PP	--	9,73	6,14	3,61	0,17	66.415	84.049	949.564	BANSABADELL 5
RFC	HALIFAX	--	0,73	1,50	1,68	2,79	524	-40	2.497	ZURICH SUIZA
RV	ZURICH STAR I	4,89	0,53	10,03	11,41	2,72	3.721	-941	24.043	ZURICH STAR
RV	BANIF BOLSA GLOBAL PP	--	0,37	6,21	6,62	-5,60	1.247	43	6.175	BSN BANIF BOLSA GLOBAL
RV	BANESTO RV GLOBAL	--	0,17	7,23	7,42	-2,59	17.139	6.498	84.852	BANESTO RV GLOBAL PENS.
RV	SAFEI BOLSA	--	-0,25	9,29	8,67	-16,90	355	49	4.422	SAFEI BOLSA F.P.

Fondos con mayor y menor rentabilidad en el período 1997-2007. Sistema empleo

En miles de euros

	Nombre de los planes	Rentabilidad					Participes dic. 2007	Aportac. neta 2007	Patri-monio dic. 2007	Nombre del fondo
		17 años	10 años	5 años	3 años	1 año				
	UCAR	--	16,95	--	--	--	52	736	865	PROMOFONDO
	EMPL.TEL. MOVILES ESP.	--	11,34	10,25	9	4,02	4834	11.586	114.875	FONDITEL B
	EMPL. CABITEL	--	11,29	10,25	8,99	4,02	493	796	16.249	FONDITEL B
	PGP-0203	--	9,95	9,43	9,15	3,42	42	--	891	FGP-02
	PGP-0201	13,32	9,94	9,55	9,36	3,43	1.008	-61	16.464	FGP-02
	PGP-0102	--	2,33	4,8	4,24	2,02	13	20	198	AHORROPENSION DOS
	PLAN 3036	--	0,62	2,44	--	0,36	238	97	1.219	FONDO 001325
	GENERAL ELECTRIC	--	-5,02	-12	-21,7	2,58	358	1159	17657	SANTANDER AHORRO 38
	AYTO. MARTOS	--	-8,02	-16,1	-27,8	--	109	41	760	AHORROPENSION DOS
	F21 (4)	--	-17,2	-33,6	-51,1	--	53	120	2.659	FONDO 21

Tabla 7

Rentabilidad de los fondos con mayor patrimonio en 2007

Fondos con mayor patrimonio en 2007. Sistema individual

En miles de euros

	Nombre de los planes	Rentabilidades anualizadas					Participes dic. 2007	Aportac. neta 2007	Patri-monio dic. 2007	Nombre del fondo
		17 años	10 años	5 años	3 años	1 año				
RFM	BBVA INDIVIDUAL	6,42	2,19	2,05	2,34	1,14	306.472	-28.720	1.649.286	BBVA INDIVIDUAL
RFM	EUROPOPULAR VIDA	6,46	2,26	3,47	3,76	1,78	261.265	76.285	1.648.562	EUROPOPULAR VIDA
GAR	BBVA PROTECCION 2010	--	--	--	2,37	1,78	60.025	4.870	1.328.687	BBVA TREINTA Y DOS
GAR	BBVA PROTECCION 2015	--	--	--	3,68	2,16	82.951	31.028	1.209.230	BBVA TREINTA Y TRES
RFM	P.P. CAJAMADRID	5,43	2,26	3,19	2,54	0,18	170.612	50.841	1.082.226	AHORROMADRID
RFM	BS PENTAPENSION PP	--	9,73	6,14	3,61	0,17	66.415	84.049	949.564	BANSABADELL 5
RFM	P. P. MAPFRE MIXTO	6,93	3,41	5,23	5	2,03	95.525	64.694	913.202	MAPFRE MIXTO
RFM	SCH RF MIXTA 85/15	5,65	1,73	1,38	1,42	0,09	146.214	27.889	834.489	SANTANDER RFMx 1
RFL	SCH INMOBILIARIO	--	--	2,31	2,65	2,81	77.488	52.787	758.759	SCH INMOBILIARIO PENS.
GAR	BBVA PROTECCION 2025	--	--	--	7,07	1,81	139.125	35.799	754.798	BBVA VEINTIOCHO
RFM	PLANCAIXA RF MIXTA	--	2,47	3,69	3,85	1,68	178.888	81.518	752.914	PENSIONS CAIXA R.F.MX.
RFL	RG-UNO RENTA FIJA	6,51	2,57	1,63	0,7	-0,41	155.038	58.751	719.677	RGA
RFM	CAVALPENSION	6,06	2,92	3,19	4,08	2,09	132.832	6.057	717.993	FONCAVAL
RFM	SCH RF MIXTA 70/30	5,95	1,78	2,93	3,18	0,6	119.370	39.225	644.673	SCH R.FIJA Mx 2 PENS.
RFM	PLANCAIXA 10 RF MIXTA	--	3,34	4,56	4,98	2,66	97.426	58.034	632.114	PENSIONS CAIXA R.F.MX.
GAR	BBVA PROTECCION 2020	--	--	--	5,38	1,87	62.880	22.033	610.765	BBVA TREINTA Y CUATRO
RFC	CAJAMADRID RENT	--	1,92	1,28	1,56	2,46	64.407	11.005	610.555	AHORROMADRID VIII
RFL	PLANCAIXA AHORRO	5,17	1,74	0,66	0,56	0,64	178.679	22.331	587.526	PENSIONS CAIXA AHORRO
RVM	SCH RENTA VBLE. MX	--	2,03	6,64	8,46	2,79	73.335	28.226	551.602	SANTANDER RV MIXTA
RFM	BANESTO R.F.MX 70/30	--	1,87	2,98	3,16	0,45	80.908	6.256	514.793	BANESTO R.F. MIXTA 2
PROMEDIO		6,06	2,81	3,21	3,52	1,44				

Fondos con mayor patrimonio en 2007. Sistema empleo
En miles de euros

Nombre de los planes	Rentabilidades anualizadas					Participes dic. 2007	Aportac. neta 2007	Patrimonio dic. 2007	Nombre del fondo
	17 años	10 años	5 años	3 años	1 año				
EMPLEADOS TELEFONICA TRABAJADORES"CAIXA"	--	5,32	7,10	6,42	1,59	44.769	-70.381	4.426.971	EMPLEADOS TELEFONICA ESP
FA-23 EMPL.	--	--	5,74	5,90	2,78	32.058	62.394	3.911.693	PENSIONS CAIXA 30
PP ENDESA	--	--	4,77	4,47	2,85	46.789	-32716	2.642.515	FONDO 23
IBERDROLA	--	--	--	6,28	3,45	23.442	94.023	2.358.331	ENDESA F.P.
	--	--	4,64	4,22	2,74	14.109	-19.822	1.043.141	EMPLEADOS IBERDROLA
PP CAJAMADRID 23	--	--	4,41	4,02	-0,19	17.796	33.317	746.998	EMPLEADOS CAJA MADRID
MV-5-013-0004	6,62	3,52	6,33	5,50	1,52	8.795	756	468.837	FP CAM
EMPLEA. CAIXA GALICIA	--	--	4,22	4,63	4,49	4.705	-3.524	426.920	BIA 01
PLAN IBER EMPLEADOS	7,00	4,85	3,77	3,62	4,17	5.753	2.097	418.725	IBER EMPLEADOS
PPE 2143	--	--	6,19	6,53	4,90	7.183	7.831	410.461	CAIXA CATALUNYA XV
FUTUR (1)	5,99	5,47	8,35	9,08	3,64	6.473	928	379.958	FUTURCAVAL
ALTADIS	--	4,01	3,98	3,61	2,77	6.791	-20.131	364.840	FONDPOSTAL PENS. VI
PLAN 1704	--	--	6,52	6,86	2,06	2.538	-6.531	338.985	FONDO 001010
PLAN 1679	--	--	3,48	3,41	1,49	7.982	14.801	291.960	FONDO 001000
PPADMON. G. EST.	--	--	--	4,54	2,86	555.036	68.773	291.492	BBVA EMPLEO DOCE
PCAH-0601	--	4,94	4,01	2,51	1,79	1.505	3.073	276.015	FCAH-06
166-001-000	--	3,89	5,54	5,85	2,61	3533	8.313	270.767	UNION FENOSA
PP EMPL. C.A.N.	--	--	6,00	5,84	2,63	2.146	-4.074	261.591	C.A.N. EMPLEADOS
014-001-001	--	7,66	10,24	8,33	2,88	3.467	-1.508	260.012	GRUPO CEPASA F.P.
REPSOL PETROLEO	8,24	3,68	5,55	5,31	2,09	6.157	-4.173	258.589	REPSOL II
PROMEDIO	6,96	4,82	5,60	5,35	2,66				

7. Comisiones explícitas de los fondos de pensiones

Comisiones explícitas son las que el partícipe paga y aparecen reflejadas en el contrato del fondo como comisiones de gestión, de depósito, de suscripción y de reembolso. A pesar de los nombres que tienen las comisiones, una parte importante de las mismas se destina a gastos de comercialización. Esto se debe a que en muchos fondos de pensiones los comerciales tienen retribuciones superiores a los gestores.

Según datos de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, en 2007, un 36% de los fondos cobraron comisiones de gestión comprendidas entre el 2% y el 2,5% del patrimonio, y un 24% de los fondos cobraron comisiones de gestión comprendidas entre el 1,5% y el 2% del patrimonio. Las comisiones de los fondos fueron: 563 millones de euros en 2002; 622 en 2003; 712 en 2004; 816 en 2005, y 924 millones de euros en 2006. Las elevadas comisiones explican sólo parcialmente la pobre rentabilidad de los planes de pensiones.

Otra parte se explica por la distribución de la cartera de inversión que aparece en la Tabla 8: en 2007, ¡el 64,6% del patrimonio de los fondos estaba invertido en renta fija y tesorería! La Tabla 3 también muestra que en 2007 había 123 fondos con un patrimonio de casi 6.000 millones de euros en renta fija a corto plazo. ¿Qué sentido tiene que una persona con menos de 60 años tenga un fondo de pensiones en renta fija a corto plazo? ¿Y en renta fija a largo plazo?

Tabla 8

Composición del patrimonio de los fondos de pensiones en 2004-2007

	2004	2005	2006	2007
Inversiones materiales	0,10%	0,50%	0,10%	0,59%
Renta fija española. Pública	12,40%	11,80%	10,40%	11,24%
Renta fija española. Privada	22,10%	16,80%	17,40%	24,14%
Renta variable española	11,80%	21,40%	12,40%	14,02%
Otras inversiones españolas	1,60%	1,30%	1,00%	1,06%
Renta fija extranjera	13,80%	17,10%	18,00%	10,79%
Renta variable extranjera	9,00%	12,90%	11,20%	10,26%
Otras cuentas	9,90%	4,50%	7,00%	8,65%
Resto patrimonio	0,00%	-4,40%	2,80%	0,79%
Tesorería	19,30%	18,10%	19,80%	18,47%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Inverco.

Otra parte se explica por la gestión activa. Gestión activa es aquella en la que el gestor realiza frecuentemente compras y ventas de manera que cambia la composición de la cartera. Con los datos que proporcionan la mayoría de los fondos españoles es imposible saber si la gestión activa ha generado valor para sus partícipes, aunque sí que ha generado valor para los departamentos de bolsa que realizaron las compras y ventas de valores (cobraron comisiones que pagaron los partícipes). Parece razonable y deseable que los fondos informen a sus partícipes de cuántas compras y cuántas ventas han realizado y de la cuantía de las comisiones que pagaron (la mayoría no lo han hecho). También sería interesante que los fondos proporcionaran el dato de la rentabilidad que habrían obtenido si no hubieran movido la cartera: de esta manera sí sabríamos exactamente qué valor aportó (más bien, restó en la mayoría de los casos) la gestión activa.

8. Otros estudios sobre fondos de pensiones

El artículo de Nitzsche, Cuthbertson y O'Sullivan (2006) es una buena recopilación de los artículos publicados sobre la rentabilidad de los fondos de inversión en Estados Unidos y Reino Unido. Algunas de sus conclusiones son:

1. Menos de un 5% de los fondos de inversión en renta variable tienen una rentabilidad superior a sus *benchmarks*.
2. Los fondos que proporcionan poca rentabilidad a sus partícipes son persistentes (continúan proporcionando poca rentabilidad).
3. Las comisiones, los gastos y la rotación de la cartera tienen mucha influencia en la rentabilidad de los fondos.
4. No parece que el *market timing* mejore la rentabilidad de los fondos.

Los autores terminan aconsejando a los inversores que inviertan en fondos con comisiones y gastos pequeños que replican a los índices, y que eviten fondos con “gestión activa”, especialmente si muestran un pasado poco glorioso.

Bauer, Frehen, Otten y Lum (2007) afirman que los fondos de pensiones en Estados Unidos tienen un patrimonio superior a los 6 trillones de dólares, de los cuales entre el 40 y el 50% están invertidos en renta variable⁵. También resaltan la escasez de datos sobre los fondos de pensiones. Analizan una muestra de fondos de pensiones y de fondos de inversión y concluyen que los fondos de pensiones obtuvieron una rentabilidad superior a los de inversión y más próxima al *benchmark*. Los autores afirman que los fondos de pensiones están menos expuestos a “costes ocultos” (*hidden agency costs*) que los fondos de inversión.

Estudios sobre la inversión en renta variable de los fondos de pensiones:

- Brinson, Hood y Beebower (1986) analizaron 91 fondos de pensiones USA (DB, *defined benefit*) en el período 1974-1983: 1,1%, en media, peor que el S&P 500.
- Ippolito y Turner (1987) analizaron 1.526 fondos de pensiones USA en el período 1977-1983: 0,44%, en media, peor que el S&P 500.
- Lakonishok, Shleifer y Vishny (1992) analizaron 769 fondos de pensiones USA (DB, *defined benefit*) en el período 1983-1989: 2,6%, en media, peor que el S&P 500.
- Elton, Gruber y Blake (2006) analizaron 43 fondos de pensiones USA (DC, *defined contribution*) en el período 1993-1999: 0,31%, en media, peor que el *benchmark*.
- Timmermann y Blake (2005), y Blake y Timmermann (2005), analizan la inversión en renta variable extranjera de 247 fondos de pensiones ingleses en el período 1991-1997. Concluyen que tuvieron rentabilidades negativas debido a *market timing*, y también debido a la selección de las acciones: 0,7%, en media, peor que el *benchmark*.

Huang, Xiaohong y Mahieu (2008) estudian los fondos de pensiones holandeses. Concluyen que, en media, obtienen una rentabilidad inferior al *benchmark*, y que los fondos grandes lo hacen, en media, mejor que los pequeños. En 2006, el valor de los activos de los fondos de pensiones holandeses era de 691 millardos de euros.

Como se puede apreciar, las conclusiones son similares a las de los fondos en España. La diferencia estriba en que en el caso español, la diferencia con el *benchmark* es superior, y el porcentaje de fondos que superan el *benchmark*, inferior.

9. Discriminación fiscal a favor de los fondos y en contra del inversor particular

Si un inversor realizara directamente con su dinero las mismas operaciones que realiza el gestor de su fondo de pensiones, obtendría una rentabilidad diferente porque:

1. Se ahorraría las comisiones explícitas (y casi todas las ocultas).
2. Tendría costes adicionales por custodia y transacción de valores.
3. ¡Tendría que pagar más impuestos!

⁵ En España, sólo el 23% en 2006.

Por la asimetría fiscal a favor de los fondos, el Estado “anima” a los ciudadanos a invertir su dinero en fondos de pensiones. ¿Es esto lógico a la luz de los datos expuestos? Parece que no. En todo caso, el Estado podría “animar” a invertir en algunos (pocos) fondos de pensiones, pero no indiscriminadamente en cualquier fondo de pensiones.

10. Patrimonio de los fondos de pensiones en distintos países

Tabla 7

Patrimonio de los fondos de pensiones en diversos países (millardos de euros)

Paises	1990	1996	2001	2006e
Estados Unidos	1.507	3.390	6.780	10.423
Canadá	114	239	409	480
Total America del Norte	1.620	3.629	7.188	10.904
Reino Unido	353	824	1.310	1.430
Países Bajos	136	273	460	533
Suiza	103	200	344	418
Alemania	61	102	104	199
Dinamarca	23	49	82	94
España	3	17	44	79
Irlanda	7	25	51	73
Suecia	45	85	93	70
Italia	34	63	77	66
Francia	13	58	64	49
Finlandia	-	0	28	33
Austria	-	2	8	25
Bélgica	4	8	14	16
Portugal	-	0	13	16
Noruega	3	11	12	9
Otros	2	23	21	13
Total Europa	786	1.739	2.727	3.124

Paises	1990	1996	2001	2006e
Japón	329	890	1.291	1.287
Australia	31	99	179	224
Malasia			65	88
Singapur			57	59
Hong Kong	7	16	22	21
Tailandia			9	14
Nueva Zelanda	-		6	5
Otros	18	49	55	43
Total Pacífico	385	1.053	1.684	1.740
Brasil	-		64	61
Chile	4		35	40
Argentina	-		23	23
México	-		21	21
Otros	7	88	10	23
Total América Latina	10	88	152	167
Sudáfrica	0		52	38
Otros	30	121	28	23
Subtotal	30	121	80	62
Total	2.831	6.630	11.831	15.996

Fuente: Intersec, Inverco.

11. Conclusiones

Cuando un inversor entrega su dinero a una gestora de fondos para que se lo gestione, espera que obtenga una rentabilidad superior a la que puede obtener él sin conocimientos especiales. Y, por ello, está dispuesto a pagar una comisión anual superior al 2% en muchos casos. Sin embargo, los datos indican que pocos gestores se merecen las comisiones que cobran.

En los últimos diez años, el 66% de los fondos del sistema individual obtuvo una rentabilidad inferior a la inflación, y el 95% obtuvo una rentabilidad inferior al 5,76% (la de los bonos del Estado a 10 años). A pesar de estos resultados, el 31 de diciembre de 2007, 10,4 millones de partícipes tenían un patrimonio de 86.560 millones de euros en los 3.185 fondos de pensiones existentes.

Algunos fondos –aunque pocos– han sido muy rentables para sus partícipes y han justificado con su evolución las comisiones que cobran a sus partícipes. De los 1.597 fondos con cinco años de historia, sólo dos lograron una rentabilidad promedio superior al ITBM (Índice Total de la Bolsa de Madrid), y de los 170 fondos con 17 años de historia, ninguno logró una rentabilidad promedio superior al ITBM.

Los partícipes, sorprendentemente, no parecen muy preocupados con la rentabilidad de sus fondos: la correlación de las aportaciones a los fondos del sistema individual en 2007 con la rentabilidad de los últimos cinco años fue de -7,3%, y con la rentabilidad de los últimos tres años, fue de -8,4%. Las correlaciones para los del sistema empleo fueron 1,4% y 1,2%.

Por último, el resultado global de los fondos no justifica en absoluto la discriminación fiscal a favor de los mismos. En todo caso, el Estado podría “animar” a invertir en algunos (pocos) fondos de inversión, pero no indiscriminadamente en cualquier fondo de pensiones. En varios casos, los inversores en fondos de pensiones perdieron la desgravación fiscal que les regaló el Estado para inducirles a invertir en dichos fondos en menos de cinco años (vía comisiones e ineficiencias en inversión y gestión). El Estado puede tener alguna responsabilidad en las pérdidas que siguen sufriendo muchos contribuyentes pasados esos cinco años.

Referencias

- Bauer, R., R. Frehen, R. Otten y H. Lum (2007), «The Performance of US Pension Funds», se puede descargar en <http://ssrn.com/abstract=965388>
- Blake, D. y A. Timmermann (2005), «Returns from Active Management in International Equity Markets: Evidence from a Panel of U.K. Pension Funds», *Journal of Asset Management*, 6 (1), págs. 5-20.
- Brinson, G.P., L.R. Hood y G.L. Beebower (1986), «Determinants of Portfolio Performance», *Financial Analysts Journal*, 42 (4), págs. 39-44.
- Busse, J., A. Goyal y S. Wahal (2006), «Performance persistence in institutional investment management», en curso de publicación.
- Fernández, P. y V.J. Bermejo (2008), «Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 1991-2007», se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=1095303>
- Fernández, P., J.M. Carabias y L. de Miguel (2007), «Rentabilidad de los Fondos de Inversión de Renta Variable Nacional en España. 1991-2006», se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=985120>
- Huang, Xiaohong y Ronald J. Mahieu (2008), «Performance Persistence of Dutch Pension Funds», se puede descargar en <http://ssrn.com/abstract=1094704>
- Ippolito, R.A. y J.A. Turner (1987), «Turnover, Fees and Pension Plan Performance», *Financial Analysts Journal*, 43 (6), págs. 16-26.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, R.W. Vishny, O. Hart y G.L. Perry (1992), «The Structure and Performance of the Money Management Industry», *Brooking Papers on Economic Activity*, 1992, págs. 339-391.
- Nitzsche, D., K. Cuthbertson y N. O'Sullivan (2006), «Mutual Fund Performance», se puede descargar en <http://ssrn.com/abstract=955807>
- Timmermann, A. y D. Blake (2005), «International Asset Allocation with Time-Varying Investment Opportunities», *Journal of Business*, 78 (1), págs. 71-98.

Anexo 1

Categorías de fondos de pensiones

Los fondos de pensiones se encuadran necesariamente en una de las dos categorías siguientes: de empleo (para desarrollo de planes del sistema de empleo) y personales (integran planes de pensiones del sistema individual y/o asociado).

Según los procesos de inversión, los fondos pueden ser cerrados (instrumentan únicamente la inversión de los recursos del plan o planes integrados en él) y abiertos (pueden canalizar y desarrollar, además de la inversión del plan o planes que se integran en él, la inversión de los recursos de otros fondos de pensiones de su misma categoría).

Según quién los promueve, los planes de pensiones se engloban en tres sistemas: sistema individual (promovidos por una o varias entidades financieras, de crédito o compañías aseguradoras. Partícipes: las personas físicas que lo contratan); sistema asociado (promovidos por asociaciones, sindicatos, gremios o colectivos. Partícipes: sus asociados y miembros) y sistema de empleo (promovidos por entidades, corporaciones, sociedades o empresas. Partícipes: sus empleados).

Los planes de pensiones son de prestación definida cuando en ellos se define la cuantía de las prestaciones a percibir por los beneficiarios. Son de aportación definida cuando en el momento de la creación del plan se define la cuantía de las aportaciones de los partícipes y de las contribuciones del promotor. Son mixtos en el supuesto de que, simultáneamente, se defina la cuantía de la prestación y la cuantía de la contribución.

CATEGORIAS DE PLANES DE PENSIONES DEL SISTEMA INDIVIDUAL (*Fuente: Inverco, establecidos en diciembre de 2003.*)

- 1) RENTA FIJA A CORTO PLAZO. Sin activos de renta variable ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija. Duración media de la cartera inferior o igual a dos años.
- 2) RENTA FIJA A LARGO PLAZO. Sin activos de renta variable ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija. Duración media de la cartera superior a dos años.
- 3) RENTA FIJA MIXTA. Menos del 30% de la cartera en activos de renta variable.
- 4) RENTA VARIABLE MIXTA. Entre el 30% y el 75% de la cartera en activos de renta variable.
- 5) RENTA VARIABLE. Más del 75% de la cartera en activos de renta variable.
- 6) GARANTIZADOS. Planes para los que exista garantía externa de un determinado rendimiento, otorgada por un tercero.

Anexo 1 (continuación)

Glosario

Plan de pensiones: Producto financiero que da derecho a las personas que lo suscriben a recibir una renta por jubilación, invalidez o fallecimiento. Es un modelo de previsión voluntario y complementario del sistema público de pensiones. El partícipe construye a lo largo de su vida un fondo económico con aportaciones periódicas, que cobrará en el momento de la jubilación.

Fondo de pensiones: Es el patrimonio económico creado para dar cumplimiento al plan de pensiones. Carece de personalidad jurídica. Es la agrupación de dinero resultado de las aportaciones de varios contratantes de planes de pensiones.

Partícipe: El titular de un plan de pensiones.

Beneficiario: Persona con derecho a recibir las prestaciones del fondo. Si el partícipe fallece, el beneficiario será su heredero.

Aportación: Es la contribución del partícipe al plan de pensiones.

Impuestos: El partícipe se encuentra exento de las tributaciones de impuestos hasta el momento de cobrar la jubilación.

Sistema de capitalización: Sistema por el que se regulan los fondos de pensiones privados. Se acumulan las aportaciones, más sus rendimientos, para lograr un capital en el momento de la jubilación. Se contrapone al sistema de reparto (el de la Seguridad Social): los ingresos de un período de tiempo se dedican a cubrir las prestaciones de ese mismo período, sin capitalización.

Entidad gestora: Es la encargada de gestionar un fondo de pensiones bajo la supervisión de la comisión de control. Administra el patrimonio de los clientes y lleva la contabilidad. Una entidad no puede ser gestora y depositaria al mismo tiempo.

Entidad depositaria: La encargada de mantener en depósito los activos del fondo.

Límite de las aportaciones con deducción fiscal. Antes de 1996: 750.000 pesetas por persona y año. A partir de 1996: un millón de pesetas. En 2006: 8.000 euros por persona y año. Dichas aportaciones reducen la base imponible del partícipe en su declaración de IRPF (no cuentan como renta), siempre que éste obtenga rentas del trabajo, actividades empresariales, profesionales o artísticas.

Anexo 2

Frases de la publicidad de algunos fondos de pensiones

Deje que un experto gestione sus fondos.

La gestión activa puede generar valor para los partícipes.

Le ofrecemos capacidad de gestión global.

Nuestros recursos de análisis y gestión de activos nos proporcionan un profundo conocimiento del mercado.

Es una gestión altamente cualificada y especializada: requiere dotación específica y elevada de medios (equipo humano, sistemas, modelos...), y un proceso ágil en la toma e implantación de decisiones.

Usted cuenta con más de 30 años de experiencia de gestión en toda clase de activos en los mercados internacionales y con un equipo dedicado en exclusiva a dar servicio a los clientes.

Batir un *benchmark* de mercado no satisface las necesidades de los clientes de un plan de pensiones. Los clientes buscan conseguir un patrimonio suficiente y en consonancia con sus ahorros en el momento de su jubilación.

La protección del capital es esencial, así como obtener retornos positivos según lo permitan las circunstancias del mercado.

Los planes de pensiones son imprescindibles porque responden a una necesidad social: asegurar el bienestar a los futuros jubilados. Por eso, el Estado permite que las aportaciones no procedan de nuestros recursos después de rendir cuentas a Hacienda, sino que se reduzcan directamente en nuestros impuestos.

Los planes de pensiones son la mejor herramienta de ahorro a largo plazo.

Nuestro fondo estará compuesto por acciones europeas seleccionadas con criterios cuantitativos (búsqueda de empresas con alta rentabilidad por dividendos, relación favorable entre el valor en libros de la empresa y el de mercado, y múltiplos atractivos) y cualitativos (selección de empresas sólidas en sectores estables con balances saneados y sólidos fundamentales) y estilo de gestión "valor".

Con nuestros planes de pensiones rentabilizará sus ahorros, para beneficiarse en el futuro, y obtendrá importantes ventajas fiscales en el presente.

Aproveche las ventajas fiscales. Las aportaciones reducen la base imponible, disminuyendo el dinero a pagar por IRPF. Además, los beneficios obtenidos no tienen carga fiscal hasta el momento del rescate.

Su gestor no es sólo una persona altamente cualificada que conoce sus necesidades. Es ante todo un especialista en mercados nacionales e internacionales, que le aporta todo lo necesario en materia de legislación fiscal, mercantil y civil.

Anexo 2 (continuación)

Un óptimo nivel de información es un factor vital para el éxito de toda gestión patrimonial. Por eso, su gestor dispone de la mejor información, para ayudarle a decidir de la forma más acertada en cada caso.

Nuestro fondo invierte menos de un 30% en renta variable. El resto está invertido en activos de renta fija con una duración media de la cartera entre 1 y 4 años en función de las expectativas de tipo de interés. Es adecuado para partícipes con un perfil de riesgo moderado, en torno al tramo de edad entre 45 y 55 años.

Este fondo integra lo mejor de dos mundos: la gestión activa de planes de pensiones, en la que tenemos un éxito probado, y nuestra experiencia en el diseño de fondos garantizados.

Anexo 3

Qué dicen de sí mismos algunos de los fondos de pensiones más rentables

Nombre de los planes	Rentabilidad de los últimos años hasta 2007			
	10 años	5 años	3 años	1 año
P.I. Fonditel	18,40	10,44	8,94	3,55
P.P. Bestinver Ahorro	14,64	17,22	13,53	-1,19
MS Bolsa Emergente PP	--	24,05	28,19	22,11

Fonditel. Planes de pensiones adaptados a los distintos perfiles de riesgo con las COMISIONES MAS BAJAS DEL MERCADO y la MAXIMA RENTABILIDAD.

Bajo el nombre genérico de Fonditel se engloban en la actualidad dos sociedades diferenciadas pertenecientes al Grupo Telefónica: Fonditel Pensiones y Fonditel Gestión, cada una de ellas con una misión específica, pero manteniendo un mismo estilo de gestión basado en la obtención de la mayor rentabilidad absoluta.

Una gestión moderna y diferente que busca siempre las mejores alternativas para obtener la máxima rentabilidad, basada en un estricto control del riesgo, una absoluta independencia a la hora de tomar las decisiones de inversión, pensando siempre, única y exclusivamente, en los intereses de nuestros partícipes, son los rasgos que definen el estilo de gestión de las tres sociedades.

Este estilo de gestión ha permitido colocar a nuestros productos tanto de ahorro como de inversión en los primeros lugares de los *rankings* de rentabilidad. Todo ello con el respaldo y la seguridad que ofrece el pertenecer a uno de los mayores grupos españoles como es el Grupo Telefónica.

Entrevista al consejero delegado de Fonditel muy interesante:

https://www.fonditel.es/docs/ficheros/200712140001_4_0.pdf

Fuente: www.fonditel.es

Bestinver. Filosofía de inversión basada en la “gestión de valor”. Pensamos que la manera de obtener una rentabilidad sostenible para nuestros clientes de la forma más fiable es invertir en negocios comprensibles y bien gestionados, que se encuentren infravalorados y que tengan un gran potencial de revalorización a largo plazo. Buscamos valor en cada inversión que realizamos y nuestro compromiso pasa por un conocimiento profundo del negocio de todas y cada una de las empresas que componen nuestras carteras. Nuestro objetivo es alcanzar a largo plazo una tasa media de rentabilidad “razonable”, puesta de manifiesto a través del valor de nuestra gestión, eludiendo siempre aquellas inversiones de tipo especulativo o “irracional”.

Buscamos rentabilidad en términos absolutos y no en relación a índices de referencia.

De igual modo, consideramos el riesgo en términos absolutos, definiéndolo como la posibilidad de perder el dinero invertido, y no en términos relativos de volatilidad y desviación respecto a un determinado índice de referencia.

Anexo 3 (continuación)

Teniendo esto presente, sólo invertimos en renta variable si la rentabilidad esperada es superior a la que podríamos obtener invirtiendo en letras del Tesoro.

Los gestores de Bestinver dedican el 95% de su tiempo a buscar sociedades y determinar su valor objetivo. Para ello utilizan una gran variedad de fuentes: visitas a empresas, publicaciones sectoriales, contacto con otros gestores similares en el extranjero, prensa extranjera, informes de analistas, etc. Para la determinación del valor objetivo tenemos en cuenta tanto las características clave de un negocio (cíclico, estable, intensivo en capital...) como la habilidad y honestidad de su equipo gestor.

Fuente: www.bestinver.es

Morgan Stanley Bolsa Emergente PP

Morgan Stanley Bolsa Emergente PP es un plan de pensiones individual que tiene como objetivo lograr un crecimiento del capital a largo plazo para la jubilación, mediante la inversión en las bolsas de países emergentes. La cartera se compone de fondos de inversión que invierten en las citadas áreas y gestionados por las mejores gestoras internacionales, elegidas de acuerdo a sus recursos e histórico de resultados. El equipo de gestión de Morgan Stanley determina la diversificación por países dentro de la cartera de Morgan Stanley Bolsa Emergente PP, y selecciona los fondos de inversión que presentan las mejores expectativas de rentabilidad y riesgo.

Fuente: www.morganstanley.es

Anexo 4

Qué dicen de sí mismos algunos de los fondos de pensiones menos rentables

* Plan con rentabilidad -16,7% en febrero de 2007-febrero de 2008 y 0% en diez años. Comisiones: gestión, 1,5%; depósito, 0,6%.

«El fondo de pensiones invierte entre el 75% y el 100% de su patrimonio en renta variable, siendo por tanto un fondo idóneo para quienes quieran maximizar la rentabilidad de su inversión a largo plazo. El índice de referencia del fondo en el que se integra este plan es el Stoxx 50, S&P 500, Topix 500. Este plan es adecuado para personas audaces de edad inferior a los 50 años, que tengan por tanto un horizonte de jubilación lejano.

Nuestra gestora le ofrece la posibilidad de invertir en una amplia gama de planes de pensiones diferentes, lo que le permitirá elegir el plan más adecuado a sus necesidades y preferencias o realizar una combinación entre ellos. Son muy atractivos desde el punto de vista fiscal, ya que las aportaciones realizadas al plan son reducibles de la base imponible del IRPF, sin que ésta pueda resultar negativa, con el límite de 8.000 euros. Para partícipes mayores de 52 años, este límite, dependiendo de la edad, puede llegar a 24.250 euros si el partícipe tiene 65 años o más.

En cualquier momento podrá redistribuir a su voluntad su derecho consolidado entre los diferentes planes sin ningún coste económico ni fiscal.»

* Plan con rentabilidad -13,3% en enero de 2007-enero de 2008, 0,17% en diez años y -0,6% desde su constitución. Comisiones: gestión, 2%; depósito, 0,6%.

«Este plan de pensiones está dirigido a aquellas personas que tengan un horizonte de jubilación superior a diez años. El fondo de pensiones invierte entre el 90% y el 100% en renta variable, siendo su *benchmark* el índice MSCI World. Este plan de pensiones está dirigido a aquellas personas que tengan un horizonte de jubilación superior a diez años, apropiado para aquellas personas que buscan mayor rentabilidad a largo plazo, asumiendo las posibles fluctuaciones del mercado a corto-medio plazo.»

* Plan con rentabilidad -18,7% en febrero de 2007-febrero de 2008 y -0,7% en diez años. Comisiones: gestión, 2%; depósito, 0,15%.

«La cartera está invertida en un 90% en renta variable España. Es un plan de pensiones dentro de la categoría renta variable, es por tanto un plan dirigido a personas jóvenes con un horizonte de jubilación fijado en el largo plazo y que están dispuestas a asumir ciertos riesgos, ya que todavía les quedan varios años para alcanzar la edad de jubilación.»

Anexo 5

Comentarios a versiones anteriores de este trabajo

Un poco desmoralizador. El problema es que la supuesta inversión directa, para el común de los mortales, no es factible en la práctica, y por otro lado, Papá Estado nos regala unos buenos ahorros fiscales. Y creo que eso genera un círculo vicioso en que, como el cliente es poco exigente, el gestor se vuelve ¿indolente? (aunque visto lo visto, a veces lo mejor es que ¡no haga nada!).

Mientras haya ese tratamiento fiscal a favor de los fondos de pensiones, no se me ocurre qué se puede hacer aparte de mirar los *rankings* y elegir el menos malo (o el que regala el DVD más chulo, que puestos a no fiarte de ninguno, por lo menos te llevas algo seguro a casa).

La rentabilidad es para llorar amargamente.

El tema del fondo de pensiones interno para los empleados (sistema de empleo) es uno de los frentes que tengo abierto en la empresa, y por la rentabilidad que tenemos parecía poco atractivo. Ahora toca qué hacer en el futuro con ese dinero:

- Invertir en un fondo que se dedique al capital riesgo.
- Aumentar la renta de los empleados y que éstos decidan.
- Darles un curso de bolsa a los empleados y que se gasten el dinero. Por lo menos se divertirán.
- Cambiar a uno de los fondos donde parece que sí hacen un trabajo serio (lo más prudente).

Es una llamada de atención más que necesaria al sector.

La gestión de los fondos no es muy eficiente, las comisiones altas y, al final, como suele ocurrir también en otros sectores, el inversor que pone su confianza y ahorros a disposición de terceros no obtiene un rendimiento adecuado.

Me han sorprendido mucho los resultados, pues creía que la rentabilidad obtenida era muy superior a la real. Los contribuyentes se centran en las ventajas fiscales sin realizar un estudio previo en profundidad de los rendimientos de dicha inversión.

Hay una corriente de Estados Unidos, que ha llegado al Senado, proponiendo prohibir la gestión remunerada, salvo que sea a partir de batir a los índices y costes directos, pues pagar por equivocarse es algo asombroso.

Me parece absolutamente escandaloso.

Para el Estado es muy fácil achacar la situación a la mala gestión de los fondos. La responsabilidad del Estado en un tema tan importante como el de las pensiones es grande, y el Estado debería ser capaz de hacer autocrítica y tener sentido de la responsabilidad.

Anexo 5 (continuación)

Cuando la gran mayoría de los gestores no son capaces de batir la inflación o los bonos del Estado a 10 años (que hoy probablemente se pueden comprar en cajeros automáticos), es justo preguntarse, ¿para qué pagarles comisiones a esta gente si no hacen el trabajo que esperamos de ellos?

Tras las cuasi deprimentes rentabilidades de los fondos, estoy pensando seriamente en dejar el dinero debajo del colchón.

Este documento y el de los fondos de inversión ponen en cuestión a la gestión colectiva. Estos baremos comparativos (en forma clara y nítida) deberían ser de obligada presentación pública: no en medio de un “mazacote” de datos. Podría constituir un acicate para nuestros “grandes máangers”.

Me ha tocado de cerca algún “camelo” con comportamiento vergonzoso del “vendedor” correspondiente. Este documento debería ser lectura obligatoria para los prescriptores, para que si engañan no puedan alegar ignorancia. El cliente potencial todavía no “escaldado” tiene la idea de que un experto siempre lo hace mejor (por eso cobra y de eso vive).

Tendré que retirar mis escasos ahorros y aportaciones mensuales a un fondo que he venido realizando en los últimos cinco años...

¿Cómo es posible que exista tal volumen de inversión en manos que no logran optimizar la rentabilidad?

Personalmente, lo poco que tengo refugiado en planes de pensiones lo tengo gestionado con Fonditel, que espero sea uno de los que, al menos, bata el *benchmark*.

Yo creía que muchos fondos se limitaban a, automáticamente, replicar el índice, lo cual además les permitía (al incurrir en escasos gastos de gestión) cobrar muchas menos comisiones.

Cada vez es más evidente que hay que invertir en índices (¿los mercados son eficientes?) y que los gestores buenos se dedican a trabajar para sí mismos y no para otros. Por eso, los fondos –de inversión y de pensiones– son administrados por novatillos (con contadísimas excepciones, que son los que “rompen” las tablas por arriba).

El Estado, cualesquiera que sean sus intenciones (tal vez encomiables), hace de “animador”. En vista de los resultados, no parece muy lógico.

Es seguro que generan valor para los departamentos de bolsa que llevaron a cabo las compras y ventas de valores.

Como usuario, tengo una percepción mala de los fondos en España: no sólo de los de renta variable, porque también tienen rentabilidades bajas los fondos de dinero.

Mejor hacer uno su propio fondo que dejar que lo hagan otros por ti, que al final siempre buscarán favorecer su propio interés.

Anexo 5 (continuación)

No tengo ningún plan de pensiones contratado, y eso que en el banco, cada vez que aparezco por la puerta, está el encargado de atención a cliente diciéndome: «Pero Manolo, ¿cómo no contratas un plan de pensiones con nosotros, con los ahorros fiscales que tiene? No dejes escapar esta oportunidad». Yo le digo que soy demasiado joven y que no sea "pesao".

Del patrimonio invertido en fondos de pensiones durante el primer trimestre de 2007, alrededor del 3% ha cambiado de fondo, habitualmente dentro de una misma gestora.

Los intereses de las dos partes implicadas en la inversión en un plan de pensiones (el inversor y la entidad gestora) no están alineados. A la entidad gestora, la rentabilidad para el inversor le trae al fresco; lo que le importa es el ingreso que se apunta en su cuenta de resultados. Una vez alcanzado ese objetivo, el resto le importa un rábano.

Podría pensarse en que el inversor debería "educar" a la gestora "votando con los pies", esto es: "no me das la rentabilidad que yo quiero, me voy a otro plan que sí me la dé", pero esto choca con que al inversor le falta cultura financiera y, en general, es impensable que esto pueda cambiar ni a corto ni a medio plazo. El inversor se limita a cambiar de un plan a otro que le ofrece, no mejores condiciones, sino el regalo de captación más jugoso (televisores de plasma, jamones ibéricos de bellota...).

La función comercializadora que se realiza sólo puede calificarse de absolutamente brillante. No se vende un plan de pensiones, se regala un televisor y el partícipe sólo tiene que "mover" su dinero. Aparentemente, eso no le "cuesta" (omito comentarios por obvios). Si además de mover tu plan, me haces la aportación de este año, ¡encima te ahorras dinero!

¿Por qué pagar a gestores si invirtiendo nosotros mismos, a medio plazo, en una cartera diversificada de acciones de empresas del IBEX 35, podemos obtener mayor rentabilidad con la misma volatilidad/riesgo? ¿Qué hacen realmente con nuestro dinero? Me cuesta creer que no obtengan rentabilidades superiores.

Cada vez que mi cuñada me ofrece un fondo o algo por el estilo le contesto que prefiero invertir por mi cuenta y riesgo, antes de que otro lo haga en mi nombre y con mi riesgo y encima le tenga que pagar comisiones. Si el gestor del fondo supiera más que la media de los inversores no estaría trabajando para otro, sino que invirtiendo para él y disfrutando de la riqueza.

Como "consumidor", me parece interesante la falta de transparencia en la gestión de los fondos y sus comisiones. Envían informes trimestrales con resultados de rentabilidad y la "foto" de la composición de carteras, pero no incluyen los movimientos.

Una gestión de activos inteligente debería evitar este tipo de productos financieros, en favor de otros de riesgo similar pero menores costes fijos (como pueda ser la adquisición directa de valores en bolsa).

Existen algunas gestoras de (digámoslo así) confianza, por el modo en que desarrollan su actividad.

Anexo 5 (continuación)

Trabajé en banca comercial y me ocupaba de “colocar” fondos. No me había planteado que la rentabilidad de la mayoría de los fondos fuera inferior a la de los índices de referencia de los valores que componen el fondo.

¿Por qué se sigue invirtiendo en fondos de inversión? Tal vez porque el pequeño inversor no tiene ni idea de en qué invertir y confía “ciegamente” en el asesor bancario de turno, que está pensando en cumplir sus objetivos mensuales.

La mayoría de gente no cambia de entidad financiera sólo por el hecho de que “su entidad” no comercializa un fondo en concreto o que las comisiones son más elevadas que en otra entidad.

Aunque la cultura financiera ha ido aumentando, todos los agentes implicados en un fondo (gestores, la entidad que lo comercializa, etc.), excepto el suscriptor, están interesados en que continúe la opacidad.

Tenemos el tema de las ventajas fiscales que se obtienen por invertir en un fondo en vez de en acciones. Entiendo que el *lobby* financiero ha trabajado a fondo este tema con Hacienda.

Al menos me dieron un televisor de plasma que regalé a mi madre por Reyes este año... Y el “papá Estado”, satisfecho viendo cómo su prole malinvierte los dineros de su jubilación.

La OCU, a través de su publicación *DINERO Y FONDOS* (DyF), recomienda invertir en fondos de renta variable española sólo a aquellos inversores que no puedan hacerlo directamente a través de la bolsa, pero sólo en los que cobran menores comisiones (de suscripción, mantenimiento y desembolso) y con menor rotación de cartera (a fin de evitar comisiones excesivas). Desaconseja los fondos de gestión activa.

La rentabilidad de los fondos no depende tanto de la volatilidad (riesgo) como de unas decisiones de inversión no eficientes y de mayores gastos.

He cancelado paulatinamente los fondos de inversión que tenía contratados (empezando por los de renta variable). Desde entonces siempre opero directamente en bolsa (también con repos) con una entidad que me aplica comisiones razonables.

Es una prueba más del *lobby* que ejerce la banca sobre la Administración para fomentar el consumo de sus productos.

Ocurre como en la prensa, no sabemos la cantidad de incoherencias y bobadas que se dicen porque no entendemos de todo. Pero cuando se habla de lo nuestro, nos damos cuenta de las innumerables barbaridades que con alegría se comentan.

¿Es casual que cuando se trata del dinero del banco (préstamos, sindicaciones...) presten más atención que cuando se trata del dinero ajeno (fondos)?

Es una cuestión de principios. Prefiero ganar yo si acierto, y perder si yerro, que depender de un tercero que no sé qué intereses tiene, si es bueno profesionalmente...

Anexo 5 (continuación)

Prefiero abarcar menos, pero gestionarlo yo. Invierto directamente en acciones, lo que me permite, además de seguir lo que le ocurre a mi patrimonio, tener acceso a dividendos.

Soy uno de esos españolitos que tiene un plan de pensiones pensando que está haciendo algo interesante para el futuro, y ¡estamos haciendo el primo!

Al cliente, por mucho riesgo que asuma y por muy convencido que esté, no le gusta nada perder. Por ello, siempre intento que el cliente traspase a fondos de renta fija las plusvalías que va generando con la renta variable para consolidar ganancias. Pero tengo clientes de todo tipo.

Una vez más se demuestra lo que muchos profesionales del sector quieren ocultar. Lo peor, o lo más asombroso, es que los comerciales ignoran esta realidad (si no la ignoran, todavía peor, porque estarían actuando de mala fe).

Tengo que reconocer que, como muchos españolitos más, suelo “picar” todos los años a los fondos de pensiones ante la desesperación de intentar mejorar mi fiscalidad a final de año.

¿Qué dicen los profesionales del sector cuando ven tus documentos?

Uno de los problemas de la restricción del régimen fiscal a un producto concreto es el de la interiorización de parte del beneficio fiscal por parte del oferente, que es parte de lo que ocurre en este caso.

El sistema financiero español ha visto aparecer a las gestoras de fondos de pensiones como el primo pequeño de las SGIIC, con todo lo que conlleva ser “el primo pequeño”... (no digo el hermano pequeño, sino el primo...). La estrategia comercial de la cafetera suele ir contra la rentabilidad obtenida.

Hay muchos gestores diferentes: hay algunos buenos y bastantes regulares y malos.

Mejor replicar el índice + cesta de *small cap stocks* (y cubrir con bonos) y dejarse de historias.

El mercado español es muy vulnerable a una invasión anglosajona con una estrategia de compra de distribución (o acuerdo con los grandes) y mucho marketing.

Lo más importante en España es conseguir la incentivación del ahorro familiar hacia la inversión. El porcentaje de inversión en renta variable en España es mucho menor que la media europea y que la anglosajona.

Creo que los inversores buscan en los fondos una rentabilidad mayor que la inflación y los bonos... y no se plantean la mayoría superar al *benchmark*... Como bien demuestras, un inversor particular podría haber superado la rentabilidad del fondo... pero ese “coste de tiempo, esfuerzo y dedicación”... ¿piensa el inversor que le saca mayor rendimiento de otro modo: trabajo, vacaciones, lectura, descanso, deporte...?

He conocido a muchos clientes enfadados por una rentabilidad negativa de un fondo, o por una baja rentabilidad en exceso... pero no por llevarse una porción menor de un buen pastel...

Anexo 5 (continuación)

El tratamiento fiscal debería ser igual para la inversión directa y para la inversión a través de fondos de inversión. La única diferencia reside en el grado de complejidad de la operativa, pero no en la filosofía en sí de la inversión.

Soy pequeño inversor en fondos de Vanguard (indexados, mínimas comisiones, y no me exigen preocuparme sobre la calidad del gestor o la letra pequeña) y de Bestinver. Esto me permite no poner cara de tonto cuando leo las portadas y los *rankings* de la prensa económica.

Mis primeros ahorros fueron a fondos. Tuve baja rentabilidad en uno y en el otro perdí. Primera decepción. Pensé que los extranjeros lo harían mejor. Me recomendaron unos expertos (*Growth portfolio*) y todavía tengo pérdidas después de cinco años. Por supuesto tenían comisiones: el primer año te quitaban el 4%; el 2º, el 3%... Ya no compro fondos. Mi recomendación: compra con tu criterio en bolsa y hazte tú mismo el fondo. Te irá mejor, te lo pasarás bien y sólo tú tendrás la culpa si te arruinas.

Casi todos los fondos deberían devolver las comisiones: para ganar menos que un fondo indexado a la Bolsa de Madrid no necesito a nadie.

La cuestión es tener un gestor profesional de carteras que te haga entrar en cada uno de los fondos en el momento adecuado, salirte cuando el momento “deje de ser adecuado” y volver a entrar en ese fondo u otro distinto cuando “cambien las tornas”.

Si alguien compra un fondo y se queda “sentado” en el mismo a lo largo de los años, la rentabilidad no será optimizada.

Si hacemos la media de los fondos, juntando los pocos muy buenos con la gran mayoría de mediocres y malos, la rentabilidad será la de tu documento.

Me voy a comprar corriendo letras del Tesoro.

La verdad es que no sé si sería mejor noticia tener mucho dinero en fondos y haber ganado tan poco, o en mi caso, tener lo suficiente para vivir, no esperar altas rentabilidades, pero al menos no sentirte “estafado”...

Los fondos de inversión son el cuento de la lechera... los únicos que de verdad ganan con ellos son los bancos.

Esto muestra que la persistencia del alpha es un cuento chino. De ahí lo difícil de la selección de fondos (de gestor, en definitiva).

Resulta sorprendente cómo caemos los neófitos cuando nos venden las bondades de los fondos de inversión. Voy a usar la técnica del cucurucho cuando junte algunos ahorrillos.

La siguiente robada enorme será de los *hedge funds*, abusivos en cuanto a comisiones. Y lo peor es que el régimen fiscal de los fondos es benévolo para favorecerlos: se permite el traspaso entre fondos sin tributar, y no el vender Iberdrola y comprar Telefónica. En los fondos de dinero y renta fija, la diferencia es por comisiones. Fondos baratos lo hacen bien, pero hay otros muy, muy caros.

Anexo 5 (continuación)

La solución para fondos de inversión y de pensiones: fijar una comisión de gestión fija mínima, pongamos del 0,25% anual, y el resto comisión sobre resultados. Y controlar muy bien los gastos y comisiones internas, lo que se llama “gastos y comisiones invisibles”.

Absolutamente de acuerdo, es vergonzosa la rentabilidad de estos productos. Lo único es que pagan con jamones, ipods y televisores en Navidad... para echarse a llorar.

Los fondos de pensiones españoles han sufrido un exceso de comisiones y un pésimo *performance* en general, me alegro de que alguien lo muestre tan claramente.

La desgravación fiscal habría que matizarla un poco, ya que a la recuperación del fondo hay que tributar por IRPF por el principal y las ganancias. Lo que se gana en comparación con un FIM es sólo por la no doble tributación de la plusvalía, no por la “desgravación/diferimiento” inicial. Y por supuesto, desgraciadamente el Estado no compensará a los que se han dejado timar por su banco... así es la vida.

En mi familia tenemos fondos de inversión y la rentabilidad media durante bastantes años ha sido baja, prácticamente la inflación.

Está claro que ha sido un montaje entre la banca y el Estado para captar mucho capital y financiar sus operaciones. El ahorrador pone el combustible y ellos te manejan el patrimonio según sus intereses. Eligen los productos financieros que a ellos más les convienen, que suelen ser los más caros, para llevarse las comisiones más altas. Después, cuando las cosas van mal para ti, ponen cara de circunstancias y le echan la culpa al mercado. Sin embargo, al día siguiente se les olvida y publican unos beneficios récord por su gestión bancaria. Entonces te das cuenta de que los bancos sólo necesitan a sus clientes para chuparles su dinero. A ellos les va bien gracias al dinero de los clientes, y no están dispuestos a repartir mejor la tarta.

Los gestores de fondos no son independientes y están condicionados por los intereses preferenciales de los bancos, que les obligan a trabajar con los productos financieros que a ellos les interesa y les importan un pito las necesidades y el perfil inversor y de riesgo de los clientes de los fondos. Por eso, no son de fiar. Les importa más su bono anual que la rentabilidad del cliente.

FISCALIDAD DE LOS PLANES DE PENSIONES

La actual Ley del IRPF, en vigor desde el 1 de enero de 2007, ya no permite la reducción del 40% a los planes cobrados en forma de capital.

Las aportaciones desgravan en el IRPF, pero presentan un serio inconveniente en cuanto a su liquidez: el inversor no puede recuperar su dinero hasta el momento de su jubilación, excepto en caso de paro de larga duración, enfermedad grave, etc., o fallecimiento, en cuyo caso lo cobrarán sus herederos, pero pagando impuestos. En caso de fallecimiento del partícipe, el dinero que tenga pendiente de recuperar irá a parar a sus herederos, que tendrán que tributar por ese dinero en el IRPF a su tipo marginal. Si en lugar de un plan de pensiones fuera un fondo de inversión, el fondo pasaría a formar parte de la masa hereditaria, con lo cual, en muchas comunidades autónomas, los cónyuges, hijos y los padres prácticamente no tributan.

Anexo 5 (continuación)

Las comisiones de gestión suelen ser muy altas, superiores a las que cobran los fondos de inversión.

En el momento del cobro, cuando el partícipe se jubila, cobra el dinero invertido más las ganancias generadas, pudiendo elegir entre recuperar el dinero de una sola vez en forma de capital o ir recibéndolo de forma sucesiva en forma de renta, teniendo que declararlo como un rendimiento del trabajo, lo cual supone una doble desventaja: al sumar el dinero recuperado del plan a sus ingresos ordinarios, puede estar ganando más del que cobraba en el año de la aportación, y como la escala del IRPF es creciente, le tocará pagar ahora por el dinero invertido en el plan más la cantidad en impuestos de lo que en su día se ahorró.

A diferencia de la mayoría de inversiones, cuyo rendimiento tributa al 18% (un fondo de inversión), el rendimiento del plan de pensiones y las aportaciones tributan al tipo marginal que pague por sus rendimientos del trabajo, que pueden llegar al 43%.

Con la anterior Ley, si cobraba el dinero de golpe en forma de capital, podía aplicar una reducción del 40%, de manera que sólo declaraba el 60% de lo cobrado. La actual ha eliminado esa reducción para las nuevas aportaciones.

Las aportaciones realizadas antes del 1 de enero de 2007 pueden recuperarse con una reducción del 40% si se cobran en forma de capital y han pasado dos años desde la primera aportación.

Para la nuevas aportaciones: Si rescata el dinero en forma de capital, salvo que la cuantía sea muy pequeña, le obligará a saltar de tramo en la escala del IRPF y estará perdiendo una buena suma de dinero.

Si lo cobra en forma de renta y elige una renta vitalicia o temporal asegurada, su plan transferirá sus derechos consolidados a una aseguradora que garantice los pagos, pero a un interés ínfimo.

Fuente: OCU (*Dinero y Derechos*), noviembre de 2007.