

ANÁLISIS DE LA INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES ESPAÑOLES EN MERCADOS EXTRANJEROS

Ahumada Carazo, Rosa M^a; Blanco Mendialdua, Ana; Larrauri Estefanía, Macarena
Universidad del País Vasco (UPV/EHU)

RESUMEN

En el presente trabajo, analizamos la inversión realizada por los Fondos de Pensiones españoles en mercados extranjeros. En primer lugar, exponemos el marco actual de los Fondos de Pensiones en nuestro país, destacando los aspectos relativos a su política de inversiones y a su tratamiento fiscal. A continuación, nos centramos en la inversión internacional de la cartera de dichos Fondos, comparando la situación de España con la de otros países, estudiando los factores más relevantes que influyen en la inversión extranjera, así como las ventajas e inconvenientes que ésta conlleva. Finalmente, exponemos las conclusiones y propuestas resultado de nuestra investigación.

INTRODUCCIÓN

En España, la previsión social voluntaria y privada se incrementó considerablemente a partir del desarrollo legal, en 1987, de los Planes y Fondos de Pensiones. La elevada acumulación de fondos lograda por estas instituciones se canalizó fundamentalmente hacia el mercado doméstico durante los primeros años. No obstante, a lo largo de la década de los 90 comienza la preocupación por la inversión extranjera realizada por los Fondos de Pensiones.

En el presente trabajo nos centramos en el grado de internacionalización de los Fondos de Pensiones españoles. Para ello nos referimos, en el siguiente epígrafe, al funcionamiento de los Planes y Fondos de Pensiones, y a las normas que regulan el mismo, centrándonos principalmente en las directrices que marcan la pauta de su política de inversiones, y en el tratamiento fiscal que se les aplica. Seguidamente, dedicamos nuestra atención al comportamiento de los Fondos de Pensiones más desarrollados y relevantes en el ámbito internacional durante la última década. En concreto, analizamos la evolución creciente y diferente composición de los activos extranjeros que mantienen en sus carteras, describiendo las razones que explican las peculiaridades de cada uno. Por último realizamos una serie de propuestas encaminadas a allanar el camino hacia un incremento del grado de internacionalización de los Fondos de Pensiones españoles.

LOS FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA: REGULACIÓN, POLÍTICA DE INVERSIONES Y TRATAMIENTO FISCAL.

Los Planes y Fondos de Pensiones son los instrumentos específicos que la legislación española ha creado recientemente en el campo de la previsión voluntaria y privada de contingencias como la jubilación, la invalidez y fallecimiento. Surgieron a tenor de la Ley 8/1987, de 8 de junio, de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones¹, en adelante LPyFP, desarrollada por el Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones², en adelante RPyFP.

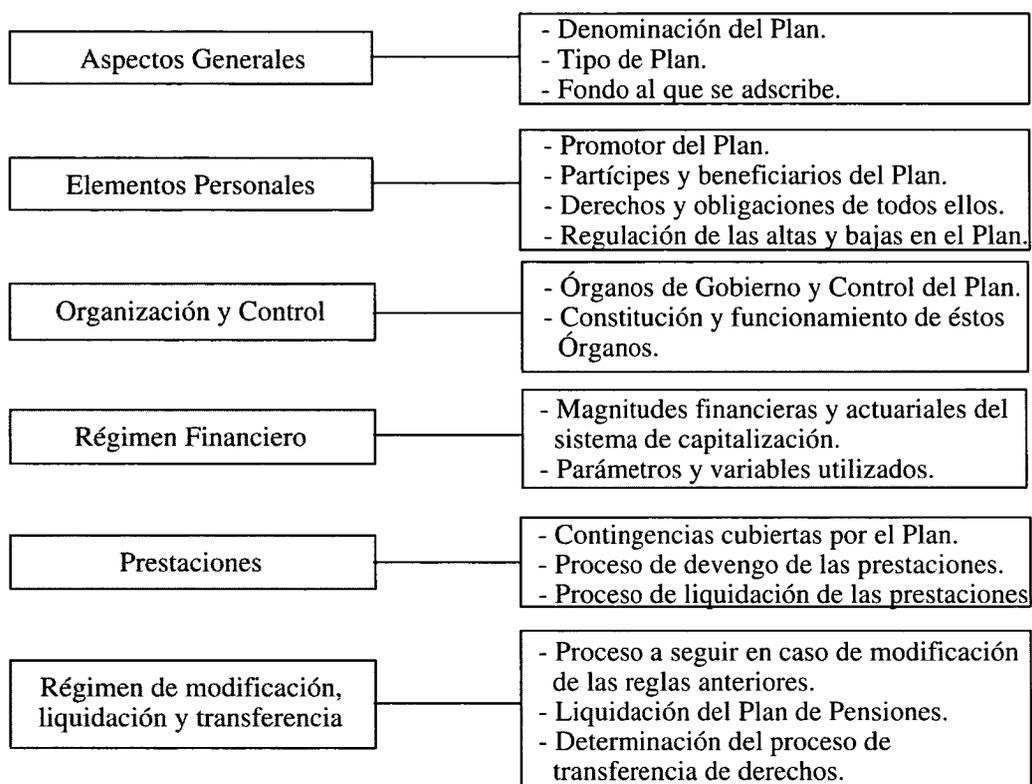
Los Planes de Pensiones, en adelante PP, se definen de forma indirecta en el Artículo 1.1 de la LPyFP, a través de las funciones que les corresponden. Así, se deduce que un PP es un contrato privado y voluntario que garantiza la cobertura de las necesidades que se derivan de la jubilación, invalidez y el fallecimiento del partícipe mediante el cobro de unas prestaciones en forma de renta y/o capital. Éstas pueden tener un carácter independiente o complementario de las que, en su caso, se pudieran devengar de la Seguridad Social, a las que nunca sustituyen.

¹ B.O.E. núm. 137, de 9 de junio de 1987.

² B.O.E. núm. 263, de 2 de noviembre de 1988.

A la luz de lo anterior podemos concluir el evidente contenido contractual que subyace de un PP, cuyos aspectos principales se detallan en el CUADRO N° 1:

CUADRO N° 1: CONTENIDO DE UN PLAN DE PENSIONES



Fuente: Elaboración propia a partir del Art. 21.1 del RPyFP.

El funcionamiento y ejecución de este contrato es supervisado por la Comisión de Control del Plan, integrada por representantes de la Entidad Promotora -la cual pone en marcha el Plan-, los partícipes -en cuyo interés se crea el Plan-, y los beneficiarios -que disfrutarán de las prestaciones-.

Por su parte, los Fondos de Pensiones, en adelante FP, formados a partir de las aportaciones y/o contribuciones³ que surgen del PP, son patrimonios pertenecientes a los partícipes, creados al objeto de dar cumplimiento a las obligaciones que se establecen en los Planes en ellos integrados. La gestión, custodia y control de los FP se realizará, de acuerdo con la normativa que regula estas instituciones, bajo la supervisión de la Comisión de Control del Fondo.

La Comisión de Control de un FP es un órgano de carácter colegiado y permanente, de representación del Fondo, formada por personas que pertenecen a la Comisión de Control del Plan o Planes en él integrados. Así, los Fondos uniplan, integrados por un único PP, poseerán una misma Comisión de Control para el Fondo y el Plan. En cambio, los Fondos multiplan, es decir, aquéllos que canalizan las aportaciones o contribuciones de más de un PP, serán gobernados por una Comisión de Control formada por representantes de las Comisiones de Control de los PP integrados⁴.

Las funciones de gestión y administración del FP son encomendadas a entidades profesionales o especializadas, denominadas Entidad Gestora y Entidad Depositaria.

³ Aunque en algunas ocasiones, estos términos se emplean de forma indiferente, una lectura detallada de la LPyFP permite diferenciar entre las entregas económicas realizadas por el partícipe -aportaciones-, y aquéllas que pudieran provenir de la entidad promotora -contribuciones-. Esto último sólo puede tener lugar en los PP de la modalidad de empleo.

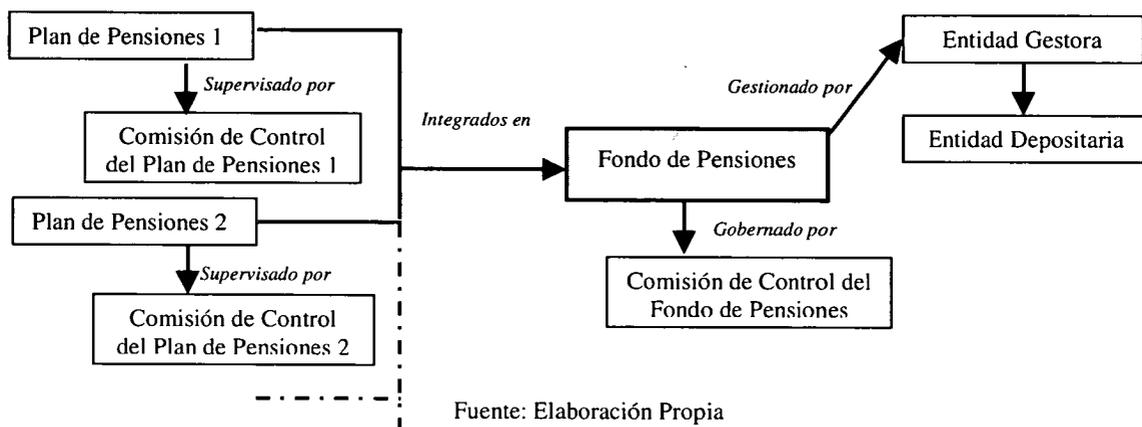
⁴ La participación de cada Comisión de Control de los Planes en la del Fondo tendrá lugar en relación a la importancia de cada Plan en el Fondo, para lo cual, "..... se ponderará el voto de los asignados por cada Plan en atención a su número y a la parte de interés económico que el Plan tenga en el Fondo". Art. 14.1 de la LPyFP.

En el caso de la Entidad Gestora⁵, las tareas fundamentales a realizar consisten en la administración del Fondo, la rendición de cuentas ante la Comisión de Control del mismo, y el control de la Entidad Depositaria.

Por su parte, la Entidad Depositaria asume la labor principal de custodia y depósito de los valores mobiliarios y demás activos financieros que integran el patrimonio del FP. No obstante, tiene encomendadas, además, otras funciones de carácter interno relacionadas con los Planes, partícipes y beneficiarios vinculados con el FP, y que normalmente realiza conjuntamente con la Entidad Gestora.

En el CUADRO N° 2 se representa el esquema de interdependencias que, en el modelo español, tienen lugar entre los órganos e instituciones que participan en esta fórmula de previsión social.

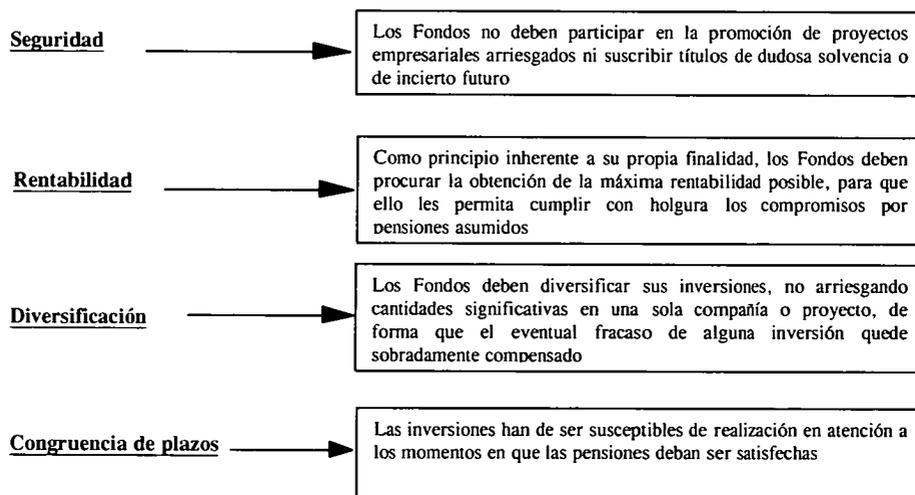
CUADRO N° 2: ESQUEMA DE FUNCIONAMIENTO DE LOS PLANES Y FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA



Conocido el funcionamiento global de los PP y FP en España, nos referiremos a continuación a la función de administración y gestión de sus inversiones, así como al tratamiento fiscal que se les aplica.

La administración y gestión de las inversiones de los FP se rigen por unos criterios de carácter general, relativos a la seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia de plazos adecuados a sus finalidades. El significado de todos ellos queda resumido en el CUADRO N° 3.

CUADRO N° 3: PRINCIPIOS GENERALES DE LAS INVERSIONES DE UN FONDO DE PENSIONES.



Fuente: Elaboración propia a partir de Moreno Royes, F., Santidrian Alegre, J. y Ferrando Piñol, A., (1988), *Los Planes y Fondos de Pensiones. Comentarios al Reglamento*, Ed. CDN. Madrid, pág. 119.

⁵ En el Art. 40 del RPyFP, se establecen, entre otros, los requisitos que habrá de reunir la Entidad Gestora en lo relativo a: la forma jurídica, cifra de capital social, domicilio social y composición de su activo.

Estas pautas generales de inversión, acordes con el fin de los PP y FP, se concretan en dos tipos de normas que delimitan la forma o composición de la cartera de un FP. La primera de ellas se refiere a los activos que pueden ser soporte de las inversiones del Fondo, y la segunda a los límites o restricciones que garantizan la minimización del riesgo y la diversificación⁶. En el CUADRO N° 4, se recoge la composición de la cartera de un FP.

CUADRO N° 4: COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE INVERSIONES DE UN FONDO DE PENSIONES

90% INVERSIONES PREDETERMINADAS	ACTIVOS FINANCIEROS CONTRATADOS EN MERCADOS ORGANIZADOS. DEPÓSITOS BANCARIOS. CRÉDITOS CON GARANTÍA HIPOTECARIA. INMUEBLES.
1% LIQUIDEZ	DEPÓSITOS A LA VISTA. ACTIVOS DEL MERCADO MONETARIO CON VENCIMIENTO INFERIOR A LOS TRES MESES.
9% LIBRE	RESTO DE LAS INVERSIONES.

Fuente: Elaboración propia a partir del Art. 34 apartados 1, 2 y 3, del RPyFP.

Así, la composición del patrimonio del FP adoptaría la estructura anterior, cumpliendo además lo siguiente: en el porcentaje del 90%, los activos financieros suscritos por el FP emitidos y avalados por una misma entidad, no podrán superar -en valor nominal- el 5% del total de los títulos en circulación de aquella, ni exceder del 10% del total de los integrados en el Fondo. De igual forma, la inversión en depósitos bancarios no podrá superar el 15% del activo del Fondo⁷.

La inversión podrá dirigirse, en todos los casos, a mercados nacionales e internacionales, quedando regulada la inversión en activos extranjeros por el Real Decreto 672/1992, de 2 de julio, sobre inversiones españolas en el extranjero⁸, y el Real Decreto 1351/1998, de 26 de junio, que establece las condiciones para la contratación de la administración y depósito de los activos financieros extranjeros de los FP⁹. Como resultado de ello, en términos generales, no se establece un límite a la inversión extranjera de los FP, a no ser que la entidad gestora y/o depositaria subcontraten los servicios de administración y/o depósito de este tipo de inversiones. En estos casos, el contrato de administración y/o depósito sólo podrá realizarse sobre activos financieros que se negocien de forma habitual en mercados de la OCDE, sin que se pueda superar el 20% de las inversiones financieras y de tesorería del Fondo. Las entidades con las que se contraten los citados servicios deberán estar domiciliadas en el espacio económico europeo¹⁰.

Por último, el tratamiento fiscal que afecta a las aportaciones, rendimientos de las inversiones del Fondo y las prestaciones, es también un aspecto importante a considerar en la inversión de los PP y FP. En este contexto, el modelo fiscal adoptado en España es el de la exención de las aportaciones y rendimientos, y la tributación de prestaciones, conocido como modelo EET (Exemption of contributions, Exemption of income and Taxation of benefits)¹¹.

Centrándonos en el tratamiento que afecta a los FP, éstos son sujetos pasivos, en primer lugar, en el Impuesto sobre Sociedades al tipo de gravamen del 0%¹². Esto implica la ausencia de tributación de los

⁶ La legislación de los FP, en aras a evitar una excesiva concentración de riesgo en un determinado activo concreto, o en una empresa, y promover la diversificación, establece limitaciones tanto en las participaciones de capital en una empresa o en un grupo, como para todos los activos financieros emitidos por ella.

⁷ En el Art. 34 del RPyFP, apartados 1, 4, 6 y 7, se recogen las limitaciones citadas matizando, para cada caso, el alcance de las mismas.

⁸ BOE núm. 215, de 7 de septiembre de 1992.

⁹ BOE núm. 161, de 7 de julio de 1998.

¹⁰ A la fecha de finalización del presente trabajo, hemos podido contrastar que ninguna entidad gestora ha canalizado sus inversiones extranjeras a través de este procedimiento.

¹¹ DAVIS, P. E. (1997): Pension funds. Retirement-income security and capital markets. An International perspective, Ed. Clarendon Press, Oxford, Pp. 76-79.

¹² Ver: Ley 43/1995, de 27 de diciembre, reguladora del Impuesto sobre Sociedades, BOE núm. 310, de 28 de diciembre, Art. 7.1.e. y Art. 26.8; y RPyFP, Art. 58.1.

rendimientos obtenidos y, por ello, el derecho a la devolución de las retenciones practicadas sobre los rendimientos de capital mobiliario.

Los FP están también sujetos al Impuesto sobre el Valor Añadido¹³, si realizan entregas de bienes y prestaciones de servicios en el ejercicio de una actividad empresarial o profesional, posibilidad que es difícil que se presente¹⁴.

En último lugar, tributan en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados¹⁵, si bien, el RPyFP establece, en su Art. 59, que: “La constitución, disolución y las modificaciones consistentes en aumentos y disminuciones de los Fondos de Pensiones regulados en este Reglamento estarán exentos en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados”.

ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DE LOS FP ESPAÑOLES EN EL ÁMBITO INTERNACIONAL.

El análisis de la composición de las carteras de los FP en el ámbito internacional permite observar comportamientos dispares en el grado de internacionalización. Teniendo en cuenta la información disponible, hemos comparado el caso español con el de los FP de los siguientes países: Estados Unidos y Reino Unido, pioneros por el extraordinario desarrollo de los FP; Japón, cuyo sistema público es generoso, pero se enfrenta a un importante envejecimiento de la población; Alemania, cuyo sistema de protección social es muy limitado y está muy desarrollado el sistema privado y voluntario a través de empresas y, por último, Holanda, por la escasa dimensión del mercado nacional, que empuja a los FP a invertir en el extranjero.

Por lo que se refiere a España, teniendo en cuenta los datos correspondientes al período 1996-1998, se observa un incremento gradual de la internacionalización, que evoluciona del 4% al 12%.

Tal como se ilustra en el CUADRO Nº 5, encontramos países cuyos FP son más proclives a la inversión internacional –Estados Unidos, Reino Unido y Holanda -, frente a otros en cuyas carteras predomina claramente la inversión en activos domésticos –España, Alemania y, en menor medida, Japón-. Entre 1991 y 1996 se observa un incremento generalizado del grado de internacionalización, manteniéndose las diferencias antes mencionadas.

Además, fijándonos en la naturaleza de los activos extranjeros adquiridos, observamos que la estructura renta fija-renta variable es también diferente en los FP de cada país. De hecho, la renta variable extranjera supera el 50% en Estados Unidos, Reino Unido, Japón y Holanda, mientras que se sitúa por debajo en el caso de Alemania. Además, salvando las excepciones de Estados Unidos y Holanda, los países analizados aumentan su porcentaje de renta variable extranjera en el período 91-96. Esta realidad se hace extensible a los FP españoles, debido a que en 1996 y 1997 el volumen invertido en renta variable extranjera fue de 16.867 millones de pts. (17,9% del total de activos extranjeros) y 89.305 millones (40,4%) respectivamente, mientras que, en renta fija, para los mismos ejercicios, el volumen fue de 77.144 millones (82,1%) y 131.590 millones de pts. (59,6%).

CUADRO Nº 5: ACTIVOS EXTRANJEROS DE LOS FONDOS DE PENSIONES (1991-1996)

PAÍS	% DE ACTIVOS EXTRANJEROS SOBRE EL TOTAL DE ACTIVOS (1991)	% DE ACTIVOS EXTRANJEROS SOBRE EL TOTAL DE ACTIVOS (1996)	% DE RENTA FIJA EXTRANJERA SOBRE EL TOTAL DE ACTIVOS EXTRANJEROS (1991)	% DE RENTA FIJA EXTRANJERA SOBRE EL TOTAL DE ACTIVOS EXTRANJEROS (1996)	% DE RENTA VARIABLE EXTRANJERA SOBRE EL TOTAL DE ACTIVOS EXTRANJEROS (1991)	% DE RENTA VARIABLE EXTRANJERA SOBRE EL TOTAL DE ACTIVOS EXTRANJEROS (1996)
EE UU	4,6	15	18	27	82	73
REINO	20,8	23	15	13	85	87

13 Ver: Ley 30/1985, de 2 de agosto, del Impuesto sobre el Valor Añadido -BOE núm. 190 de 9 de agosto-, Art. 84.3.

14 El activo de un FP debe estar invertido conforme a los criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia, lo cual parece que no excluye el riesgo propio de toda actividad empresarial. Sin embargo, si tenemos en cuenta que al menos un 90% del activo debe estar invertido en activos financieros, en depósitos bancarios, en créditos con garantía hipotecaria y en inmuebles, se deja poco margen para el desarrollo de una actividad empresarial.

15 Ver: Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados. BOE núm. 251, de 20 de octubre.

PAÍS	% DE ACTIVOS EXTRANJEROS SOBRE EL TOTAL DE ACTIVOS (1991)	% DE ACTIVOS EXTRANJEROS SOBRE EL TOTAL DE ACTIVOS (1996)	% DE RENTA FIJA EXTRANJERA SOBRE EL TOTAL DE ACTIVOS EXTRANJEROS (1991)	% DE RENTA FIJA EXTRANJERA SOBRE EL TOTAL DE ACTIVOS EXTRANJEROS (1996)	% DE RENTA VARIABLE EXTRANJERA SOBRE EL TOTAL DE ACTIVOS EXTRANJEROS (1991)	% DE RENTA VARIABLE EXTRANJERA SOBRE EL TOTAL DE ACTIVOS EXTRANJEROS (1996)
UNIDO						
JAPÓN	7	11	50	45	50	55
ALEMANIA	0,6	7	93	57	7	43
HOLANDA	19,1	26	27	30	73	70
ESPAÑA	-	4	-	17,9	-	82,1

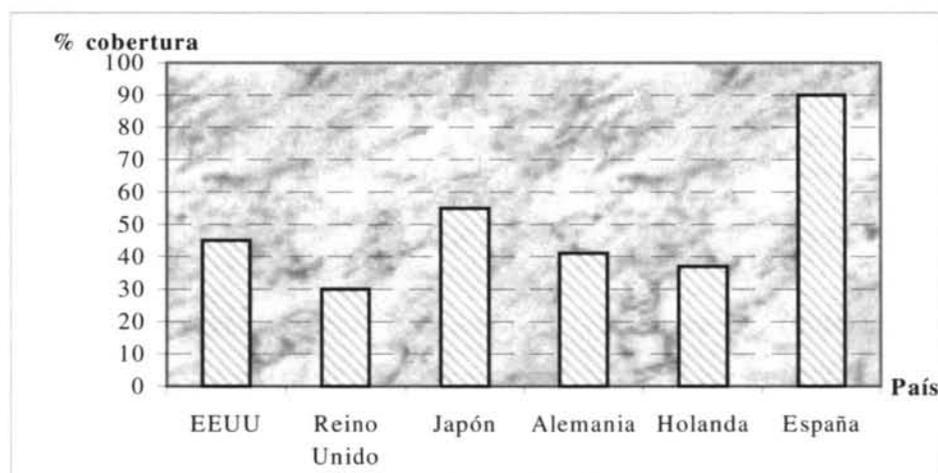
Fuentes: OCDE, INVERCO y DGS.

FACTORES DETERMINANTES DEL GRADO DE INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS FP.

El diferente comportamiento de los FP en la internacionalización se explica por razones muy diversas como: la organización de la previsión social del país al que pertenecen, grado de desarrollo y amplitud de su mercado financiero, legislación aplicable a la gestión de sus inversiones, tratamiento fiscal al que quedan sujetos, y carácter y funcionamiento de los propios FP.

En primer lugar y, teniendo en cuenta que los FP son instituciones de previsión social privada, el volumen de recursos que éstos acumulan depende de la suficiencia del modelo de protección social público. En el CUADRO N° 6 se representa gráficamente dicha suficiencia a través del porcentaje de cobertura del sistema público en relación al último salario.

CUADRO N° 6: TASA DE SUSTITUCIÓN DE LA SEGURIDAD SOCIAL AL NIVEL DEL SALARIO MEDIO (SOLTEROS)



Fuente: INVERCO- Towers Berrin (1995).

En aquellos países en los que la protección pública no se considera suficiente para cubrir las necesidades que surgen por jubilación, invalidez y fallecimiento, se generaliza la suscripción de sistemas privados, lo que conlleva la acumulación de grandes capitales –siendo los casos más notorios los de Estados Unidos (532 billones de pesetas en 1995) y Reino Unido (109 billones de pesetas)¹⁶-. En estos países, las elevadas cifras patrimoniales de los Fondos facilitan la inversión en el plano internacional.

En segundo lugar, otra de las variables que influyen en la internacionalización de un FP es el grado de desarrollo, tamaño y diversificación del mercado financiero nacional. El elevado volumen de

¹⁶ INTERSEC e INVERCO, 1996.

fondos que acumulan estas instituciones, junto con las restricciones a la concentración de riesgos en una misma entidad, justifica que, en algunos países, sea necesario acudir a los mercados internacionales. En el caso de España, esta circunstancia no se ha presentado de forma importante hasta fechas recientes, debido a que el mercado nacional era lo suficientemente amplio y diversificado para absorber el capital acumulado por los FP, sin sobrepasar los límites de concentración de riesgos citados anteriormente. En el plano internacional, por el contrario, es relevante el caso holandés, debido a que la escasa dimensión y diversificación de su mercado hace necesaria la inversión en el exterior.

Otro factor que influye en la inversión de los FP en el extranjero es la correlación entre los mercados financieros internacionales. En este sentido, cuanto mayor es esta correlación, menores son los beneficios de la diversificación internacional, y por lo tanto, menos justificada está la inversión exterior.

Además, la participación extranjera en un FP nacional está sujeta, en algunos países, a una serie de restricciones que, con carácter normativo, regulan las inversiones de los Fondos. Por ejemplo, la regulación de los PP y FP en España, Reino Unido y Estados Unidos, no limita la inversión extranjera. Sin embargo, en 1991, en Alemania, Holanda y Japón, la inversión extranjera no podía superar el 4%, 5% y 30% respectivamente, del total de las inversiones del FP. En 1995, para Japón y Holanda, estos límites disminuyeron, hasta prácticamente liberalizar la inversión extranjera¹⁷, mientras que para Alemania el límite se aumentó al 20%¹⁸.

A lo anterior se añade el tratamiento fiscal que afecta a los rendimientos de las inversiones en relación al que, en su caso, sería de aplicación a los rendimientos derivados de la inversión en el mercado doméstico. En este sentido, el modelo fiscal más extendido para los FP es el conocido como EET, explicado anteriormente, vigente en Estados Unidos, Reino Unido, Holanda y España. En el mismo, los rendimientos de las inversiones nacionales quedan exentos y, en el caso de que se practicaran retenciones sobre los mismos, éstas serían devueltas. Por el contrario, los rendimientos derivados de sus inversiones extranjeras pueden quedar sujetos a gravamen o retención en el país de origen, bien porque en el país extranjero no diferencian el tratamiento fiscal que afecta a la institución que realiza la inversión, bien porque la fiscalidad que afecta a los FP en el país en el que se invierte grava los rendimientos de estas instituciones. Este último caso es el de Japón, donde el tratamiento fiscal viene determinado por el modelo ETT (Exemption of contributions, Taxation of income and Taxation of benefits), en el que los rendimientos de los Fondos están sujetos a tributación. Por su parte, el modelo fiscal alemán aplicable a los FP considera exentos los rendimientos de estas instituciones, aunque grava las aportaciones a los mismos, es decir, es un modelo TET (Taxation of contributions, Exemption of income and Taxation of benefit).

El grado de implicación de los partícipes y beneficiarios, en los órganos de gobierno y administración de estas instituciones, puede ser determinante también en el volumen de inversión internacional del Fondo, bien por la modalidad del Plan de que se trate, bien por la cultura inversora de sus partícipes y beneficiarios. Así, en el caso de los PP que surgen en el contexto de las relaciones laborales, los representantes de los trabajadores se inclinan hacia la inversión doméstica con el objetivo de fomentar el empleo nacional. Además, en todos los PP ofertados al inversor individual, sea cual sea el contexto en el que surgen, la cultura inversora de sus partícipes y beneficiarios puede ser más o menos conservadora, inclinando la balanza hacia la inversión doméstica en el primer caso, o a la extranjera en el segundo.

VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LOS FP

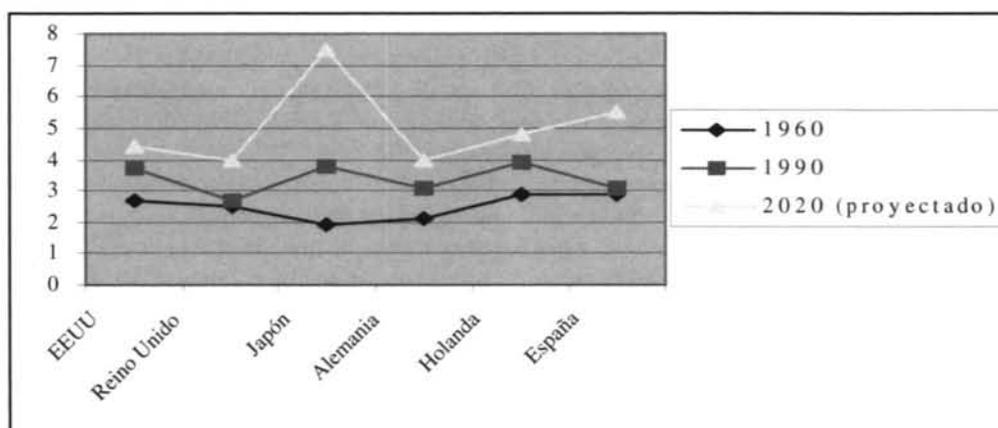
Una vez analizados los condicionantes del grado de internacionalización de estas instituciones, a continuación exponemos los aspectos positivos que puede reportar al Fondo:

- El creciente envejecimiento de la población en los países desarrollados, afecta negativamente al equilibrio entre activos y pasivos y, por lo tanto, al equilibrio de los sistemas de Seguridad Social basados en el sistema de reparto –ver CUADRO N° 7-. En el contexto de la previsión social privada, esta realidad se traduce en el incremento de la oferta de fondos, y la consiguiente demanda de soportes de inversión, que puede ser aprovechada para el impulso y crecimiento de la actividad en los países en vías de desarrollo.

¹⁷ OCDE, (1998): *Institutional Investors in the new Financial Landscape*, Francia, Pp. 369-370; AMBACHTSHEER, K. P. y DON EZRA, D., (1998): *Pension Fund Excellence*, John Wiley & Sons, USA, Pp. 222-223.

¹⁸ OCDE, Op. Cit., Pág. 84.

CUADRO Nº 7: NÚMERO DE PASIVOS (MAYORES DE 65 AÑOS) POR CADA ACTIVO (PERSONA DE 25 A 59 AÑOS)



Fuente: OCDE.

- La inversión internacional permite lograr una mayor diversificación de la cartera de inversiones y reducir el riesgo no sistemático, mediante la inversión en empresas no presentes en el mercado nacional.
- Igualmente aumenta las posibilidades de inversión, sobre todo para aquellos FP pertenecientes a mercados nacionales de pequeñas dimensiones, con escasa diversificación, o bien expuestos a un determinado tipo de riesgo.
- En algunas ocasiones, la inversión extranjera de los FP puede estar sujeta a un tratamiento fiscal más favorable que el que sería de aplicación a la inversión nacional –caso de los FP japoneses
- Permite obtener mayores rendimientos invirtiendo en empresas de países con un elevado potencial de crecimiento.

A pesar de las restricciones legales que desaprueban o establecen bajos límites de inversión en activos extranjeros, se comprueba también que, en la práctica, los FP no agotan, ni mucho menos, los límites que en su momento fueron de aplicación. Esto significa que existe una tendencia natural de los FP por la inversión interna. De hecho, en los países analizados, el porcentaje invertido en activos extranjeros oscila entre el 4% y el 26%¹⁹. Entre las causas que pueden justificar el escaso alcance de la inversión extranjera, destacamos:

- Riesgo de impago o insolvencia de las empresas emisoras de activos, que en el ámbito internacional puede ser más elevado, debido a la falta de información del inversor nacional.
- Riesgo de repatriación de los rendimientos de estas inversiones, presente en países que estén sufriendo crisis de tipo político, económico o social, como puede ser el caso de países en vías de desarrollo.
- Riesgo de iliquidez, que hace referencia a la posibilidad de no recuperar el capital invertido.
- Riesgo de cambio, que puede afectar al rendimiento de la inversión extranjera como resultado del beneficio o pérdida derivado de la conversión de la divisa en moneda nacional.
- Los costes de transacción merman los rendimientos de la inversión internacional, haciéndola menos atractiva en relación a la inversión nacional.
- La globalización de los mercados, unida a las mejoras tecnológicas y de información, ha influido en el movimiento de capitales entre diferentes países, haciendo que aumente la correlación entre los mercados internacionales. Este hecho ha repercutido negativamente en la relación entre la rentabilidad y la volatilidad de la cartera.

CONCLUSIONES Y PROPUESTAS

Una vez expuestas las pautas generales, junto con los pros y contras de la inversión extranjera de los FP, enumeramos las conclusiones y propuestas, en nuestra opinión, más relevantes para el caso español:

¹⁹ DAVIS, P. E. (1997): Op. Cit., Pág. 206 e INVERCO.

1.- La propia filosofía de los FP justifica que sus inversiones se rijan por el criterio de prudencia y que, por lo tanto, éstas se canalicen de una forma preferente hacia el mercado nacional, más conocido por ser más cercano y, más concretamente, hacia la renta fija. Esto justifica que la inversión internacional de los FP sea proporcionalmente inferior a la nacional.

2.- Uno de los beneficios que persiguen los FP con la inversión extranjera es la diversificación de su cartera, y la consiguiente reducción de volatilidad en los rendimientos de la misma. Precisamente por ello, en la mayoría de los países analizados predomina la inversión en títulos de renta variable sobre la renta fija, ya que los beneficios de la diversificación internacional se hacen más patentes en el primer caso, en el que existe una menor correlación entre los mercados internacionales.

3.- En los países que pertenecen al entorno euro, se considera inversión extranjera propiamente dicha a la realizada en mercados no europeos, como Estados Unidos, Reino Unido, Japón, etc., debido a la elevada correlación entre los mercados europeos. Los FP de los países que pertenecen al entorno euro han presenciado una importante ampliación de sus mercados nacionales, considerando a los países europeos como un gran mercado doméstico. Además, se han beneficiado de la desaparición del riesgo de cambio –con la implantación del euro-, y la reducción de otros riesgos –repatriación de rendimiento- y gastos –costes de transacción-.

4.- En nuestra investigación, hemos podido constatar que los FP están tomando posiciones estratégicas en los mercados emergentes. Así, en la práctica, este volumen de inversión constituye una decisión en la que se contraponen los beneficios futuros esperados y las posibles pérdidas que se podrían derivar del fracaso de la inversión. El horizonte temporal de las inversiones de los FP reduce considerablemente el riesgo inherente a los mercados emergentes, razón por la cual consideramos que el FP, en el largo plazo, podrá repartir entre sus partícipes una interesante rentabilidad sin incurrir en posiciones de elevado riesgo.

En este sentido, consideramos más adecuadas para los FP las inversiones en empresas de medio o gran tamaño –más líquidas y con menor riesgo de insolvencia- y, si es posible, en títulos cuyo rendimiento proceda principalmente de incrementos patrimoniales, por estar menos afectados por los riesgos mencionados –repatriación, cambio, etc.-.

5.- En algunos países –a excepción de España-, la inversión extranjera de los FP ha estado sujeta a unos porcentajes máximos que procuraban salvaguardar los intereses de los partícipes, haciendo hincapié en la prudencia de las inversiones y, si acaso, fomentar el desarrollo del mercado de capitales nacional. Cuando ésto ha tenido lugar, los datos históricos han indicado que, en ninguno de los casos, se ha estado cerca de dichos límites.

6.- Independientemente de la existencia o no de restricciones legales a la inversión internacional de los FP, la presencia de activos extranjeros en las carteras de éstos ha seguido siempre una tendencia creciente, debido a: la madurez inversora adquirida por los FP; paulatino incremento de recursos acumulados; dilatado horizonte de estas inversiones; necesidad de diversificar participando en empresas no presentes en el ámbito nacional; y al objetivo de alcanzar niveles satisfactorios de rentabilidad y volatilidad.

7.- Los límites relativos a la concentración de riesgos han permanecido, evitando la concentración de títulos emitidos por una misma entidad o grupo, pero sin coartar la inversión en el exterior, lo que ha afectado positivamente a la misma.

8.- La normativa de la mayoría de los países analizados defiende la no tributación de los rendimientos de sus inversiones, lo que explica la predisposición hacia la inversión nacional, en la que está clara la bonificación fiscal. Por el contrario, la práctica de retenciones sobre los rendimientos de inversiones realizadas en determinados países, plantea el problema de que éstas se recuperen tardíamente o, incluso, se puedan llegar a perder, con la evidente repercusión negativa sobre la rentabilidad efectiva de la inversión.

Estimamos necesaria una armonización fiscal en el campo de la inversión nacional e internacional de los FP, con objeto de evitar los inconvenientes anteriores y las prácticas de lavado de cupón e inversión en Fondos de Inversión Internacionales, utilizadas corrientemente por las entidades gestoras de los FP.

9.- En el caso concreto de España, las medidas que tratan de promover la inversión internacional de los FP por medio de la subcontratación de servicios de gestión a entidades concededoras de dichos mercados, no han tenido una gran acogida. En nuestra investigación hemos podido constatar como ningún FP ha suscrito esta fórmula. En nuestra opinión, esto se debe a que la subcontratación supone el pago de unas comisiones a la otra entidad, lo cual podría repercutir negativamente en la rentabilidad, y da lugar a ciertas retenciones por parte de la entidad gestora a delegar parte de las tareas que, en un principio, le han sido asignadas.

10.- Los FP españoles siguen los pasos de sus homólogos extranjeros en su comportamiento inversor en los mercados internacionales. No obstante, la posición española se mantiene a cierta distancia de

los países más desarrollados en este ámbito, debido al elevado alcance de la protección social pública española hasta nuestros días.

BIBLIOGRAFÍA

- AMBACHTSHEER, K. P. Y DON EZRA, D. (1998): PENSION FUND EXCELLENCE, JOHN WILEY & SONS, NUEVA YORK.
- DAVIS, P. E. (1997): PENSION FUNDS. RETIREMENT-INCOME SECURITY AND CAPITAL MARKETS. AN INTERNATIONAL PERSPECTIVE, ED. CLARENDON PRESS, OXFORD.
- DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS (1996): MEMORIA ESTADÍSTICA DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES, MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA, MADRID.
- DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS (1997): MEMORIA ESTADÍSTICA DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES, MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA, MADRID.
- LEY 30/1985, DE 2 DE AGOSTO, DE IMPUESTO SOBRE EL VALOR AÑADIDO, BOE NÚM. 190, DE 9 DE AGOSTO.
- LEY 8/1987, DE 8 DE JUNIO, DE REGULACIÓN DE LOS PLANES Y FONDOS DE PENSIONES, BOE NÚM. 137, DE 9 DE JUNIO.
- LEY 43/1995, DE 27 DE DICIEMBRE, REGULADORA DEL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES, BOE NÚM. 310, DE 28 DE DICIEMBRE.
- MORENO ROYES, F., SANTIDRIAN ALEGRE, J. Y FERRANDO PIÑOL, A., (1988): LOS PLANES Y FONDOS DE PENSIONES. COMENTARIOS AL REGLAMENTO, ED. CDN. MADRID.
- OCDE: INSTITUTIONAL INVESTORS IN THE NEW FINANCIAL LANDSCAPE, PARÍS, 1998.
- PÁGINA WEB DE INVERCO: [HTTP://FONDOSWEB.TSAI.ES/FONDOSWEB/INVERCO](http://fondosweb.tsai.es/fondosweb/inverco)
- REAL DECRETO 1307/1988, DE 30 DE SEPTIEMBRE, POR EL QUE SE APRUEBA EL REGLAMENTO DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES, BOE NÚM. 263, DE 2 DE NOVIEMBRE.
- REAL DECRETO 1351/1998, DE 26 DE JUNIO, POR EL QUE SE ESTABLECEN LAS CONDICIONES PARA LA CONTRATACIÓN DE LA ADMINISTRACIÓN Y DEPÓSITO DE LOS ACTIVOS EXTRANJEROS DE LOS FONDOS DE PENSIONES, BOE NÚM. 161, DE 7 DE JULIO.
- REAL DECRETO 672/1992, DE 2 DE JULIO, SOBRE INVERSIONES EXTRANJERAS EN EL EXTRANJERO, BOE NÚM. 215, DE 7 DE SEPTIEMBRE.
- SANZ ARNAL, E., (1996): "SISTEMAS DE PREVISIÓN SOCIAL COMPLEMENTARIA", PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, NÚM. 56, PP. 53-65.
- WALTER, I. (DIR.), (1999): "THE GLOBAL ASSET MANAGEMENT INDUSTRY: COMPETITIVE STRUCTURE AND PERFORMANCE. FINANCIAL MARKETS INSTITUTIONS & INSTRUMENTS, VOL. 8, NÚM. 1. PP. 33-48.