

Rentabilidad de los Fondos de Pensiones en España. 2010-2025

Pablo Fernández. Profesor de Finanzas del IESE. e-mail: fernandezpa@iese.edu
Amir Habibian, Research Assistant del IESE. e-mail: AHabibian@iese.edu
Antonio Fdez. Acín. Investigador independiente. e-mail: fernandezacin@gmail.com

Resumen

La rentabilidad media de los fondos de pensiones en España en los últimos 15 años (3,23%) fue inferior a la rentabilidad media del IBEX 35 (8,46%) y a la de la inversión en bonos del estado español a 15 años (5,84%). La rentabilidad media del Eurostoxx 50 fue 7,82% y la del S&P fue 14,06%.

Sólo 13 fondos de los 399 con 15 años de historia tuvieron una rentabilidad superior a la del IBEX 35, 56 a la de los bonos del estado a 15 años, y 1 a la del S&P500. 3 fondos tuvieron rentabilidad negativa.

Los 768 fondos de pensiones del sistema individual tenían (diciembre 2025) 6,5 millones de partícipes y un patrimonio de €88.712 millones.

¿Por qué el Estado no permite a los futuros pensionistas que invierten por su cuenta las mismas ventajas fiscales que si invierten en fondos?

4 de febrero de 2026

xLMnjoi

IESE. Universidad de Navarra. Camino del Cerro del Águila 3. 28023 Madrid.

1. Rentabilidad de los fondos de pensiones en los últimos 15 años
 2. Fondos con mayor y menor rentabilidad
 3. Rentabilidad de los mayores fondos
 4. Comisiones explícitas de los fondos de pensiones
 5. Evolución 1989 – 2025
 6. Otros estudios sobre fondos
 7. Discriminación fiscal a favor de los fondos y en contra del inversor particular
 8. Conclusiones
- Referencias

- Anexo 1. Categorías de fondos de pensiones y glosario
- Anexo 2. Frases de la publicidad de algunos fondos de pensiones
- Anexo 3. Comentarios de lectores a versiones anteriores

Este documento analiza la rentabilidad de los partícipes en los fondos de pensiones españoles en los últimos 15 años (Diciembre 2010 - Diciembre 2025).

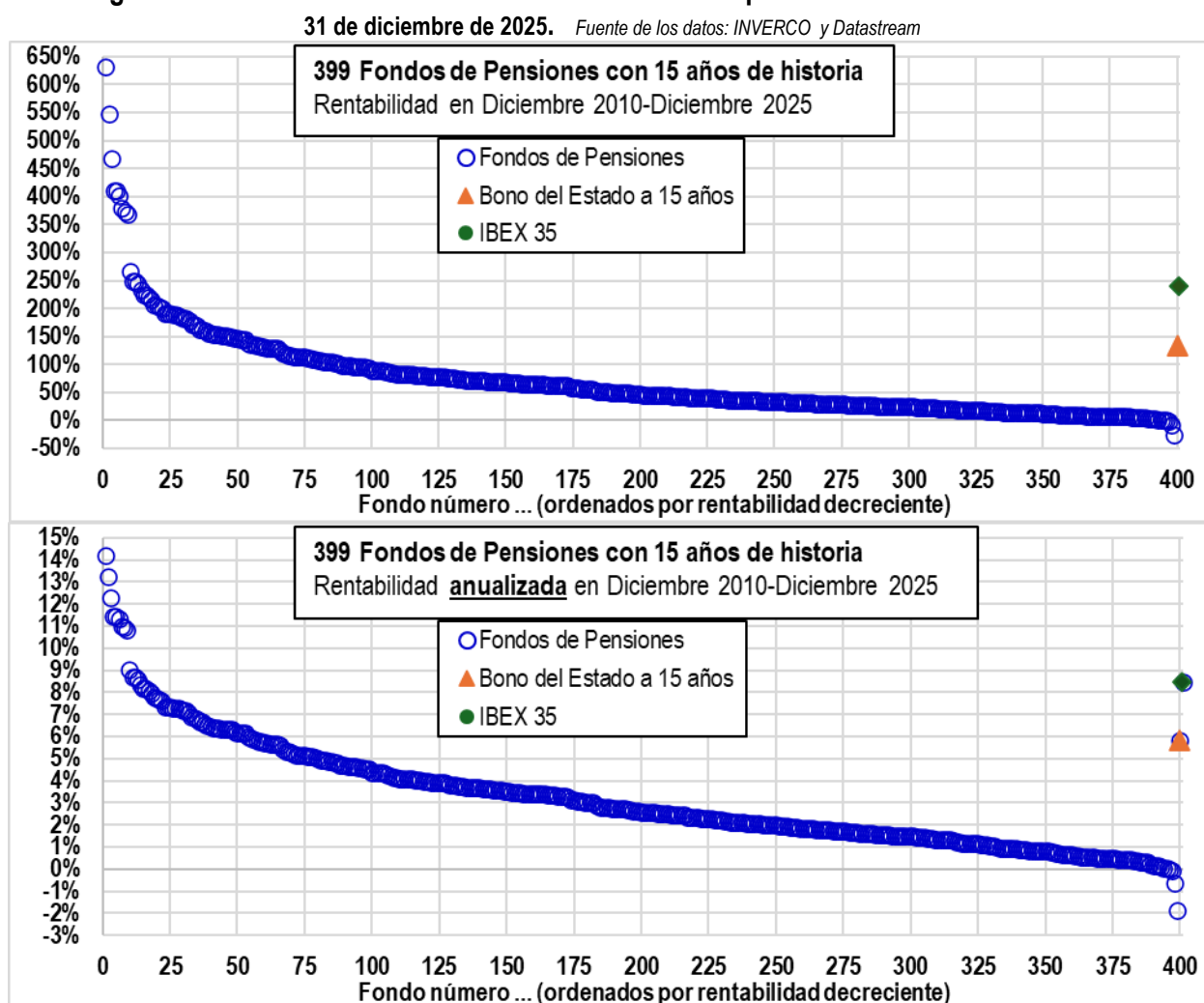
1. Rentabilidad de los fondos de pensiones en los últimos 15 años

La **figura 1** muestra el resumen de la rentabilidad de los fondos de pensiones españoles con 15 años de historia (399 fondos que ya existían en diciembre de 2010).

La rentabilidad media de los fondos de pensiones en España en los últimos 15 años (3,23%) fue inferior a la rentabilidad media del IBEX 35 (8,46%) y a la de la inversión en bonos del estado español a 15 años (5,84%). La rentabilidad media del Eurostoxx 50 fue 7,82% y la del S&P fue 14,06%.

- 13 fondos (de los 399) superaron la rentabilidad del IBEX 35
- 56 fondos (de los 399) superaron la rentabilidad de los bonos del Estado a 15 años
- 1 fondo (de los 399) superó la rentabilidad del S&P500
- 3 de los 399 fondos tuvieron rentabilidad negativa

Figura 1. Rentabilidad anualizada de los 399 fondos españoles con 15 años de historia.



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 rentabilidad de los bonos del Estado y con la de la bolsa sí proporciona luz para enjuiciar la gestión de los fondos. El **anexo 2** contiene frases de la publicidad de algunos fondos: enjuicie el lector su veracidad a la luz de los datos.

2. Fondos con mayor y menor rentabilidad

La **tabla 1** muestra los fondos que tuvieron las mayores y las menores rentabilidades en los últimos 15 años. Los 2 fondos más rentables (*BBVA Plan Telecomunicac. y Naranja S&P 500*) obtuvieron un 14,98% y un 13,79%. La diferencia de rentabilidad entre estos fondos y los de la tabla inferior es notable. Un euro invertido en diciembre de 2008 en *BBVA Plan Telecomunicac o en Naranja S&P 500* se convirtió en diciembre de 2023 en **€8,11** y **€6,94**; mientras que invertido en *SantaLucía.VP RET.Absoluto* se convirtió en **€0,89**.

Tabla 1. Fondos con mayores y menores rentabilidades en los últimos 15 años

31 de diciembre de 2025. Cuenta posición equivale a patrimonio (€ miles) Fuente de los datos: INVERCO

Nombre Del Plan	Rentabilidad promedio 15 años (%)	Participes dic-25	Cuenta Posición dic-25	Nombre Del Fondo	Grupo Financiero
BBVA PLAN MEGATENDENCIA	14.20	40,285	1,160,014	BBVA TELECOM.	BBVA
ING DIRECT S&P 500 PLAN DE PENSIONES	13.26	46,718	890,548	ING DIRECT 1, FP	RENTA 4
CABK RV INTERNACIONAL PP	12.28	55,284	2,612,266	P CAIXA BOLSA INTL, FONDO DE	CAIXABANK
PLAN DE PENSIONES MAPFRE AMERICA	11.48	4,208	30,114	MAPFRE AMERICA FONDO DE	MAPFRE
Plan Ibercaja de Pensiones Bolsa USA	11.47	4,497	138,002	IBERCAJA PENSIONES BOLSA USA,	IBERCAJA
ACUEDUC.RV NORTE PP	11.35	1	1	AHORROPENSION VEINTISIETE	GRUPO CASER
ABANCA U.S.A., PP	11.03	10	104	AHORROPENSION VEINTISIETE	GRUPO CASER
CASER RV NORTEAMER.	10.92	1,528	42,235	AHORROPENSION VEINTISIETE	GRUPO CASER
BK VARIABLE AMERICA P.P.	10.86	16,059	600,944	BK VARIABLE AMERICA F.P.	MAPFRE
BBVA EMPLEADOS Y COLECTIVOS RV	9.05	2,622	40,667	BBVA BOLSA GLOBAL, F.P.	BBVA

Nombre Del Plan	Rentabilidad promedio 15 años (%)	Participes dic-25	Cuenta Posición dic-25	Nombre Del Fondo	Grupo Financiero
PLAN CR CORT.PZ, P.P.	0.18	1,424	1,258	AHORRO CR II F.P.	GRUPO CASER
PLAN II DE LA MUTUALIDAD INTEGRADA	0.18	62	1,427	ARQUIDOS, FONDO DE PENS.	CAJA ARQUITECTOS
CAJA LABORAL MONETARIO	0.16	1,546	1,211	CAJA LABORAL MONETARIO FP.	LABORAL KUTXA
RGAMONETARIO	0.09	3,632	12,636	RGA 5 F.P.	CAJA RURAL
MUNDIPLAN PLAN DE PENSIONES	0.07	396	46,702	Winterthur XII, Fondo de Pensiones	AXA PENSIONES
PLAN ZURICH SUIZA	0.04	688	6,043	DZ MONETARIO FP	DEUTSCHE/ZURICH
DEUTSCHE BANK MONEY MARKET	0.01	2,611	26,034	DZ MONETARIO FP	DEUTSCHE/ZURICH
PP MERCHBANC	-0.05	135	6,296	MERCHPENSION F.P.	ANDBANK ESPAÑA
SANTALUCIA VP RETORNO ABSOLUTO	-0.61	329	2,844	SANTALUCIA FONDO RETORNO	SANTALUCIA
MARCH BONOS, PLAN DE PENSIONES	-1.86	32	226	MARCH BONOS F.P.	GRUPO MARCH

3. Rentabilidad de los mayores fondos

La **figura 2** permite apreciar la pequeña correlación entre tamaño (patrimonio) y rentabilidad.

La **figura 3** permite apreciar la nula correlación entre el número de participes y la rentabilidad de cada fondo. Ambas figuras permiten apreciar que los fondos con mayor rentabilidad no son los de mayor patrimonio o número de participes.

La **figura 4** muestra la relación entre el (patrimonio/partícipe) y la rentabilidad de cada fondo.

Figura 2. Relación patrimonio-rentabilidad de los 399 fondos españoles con 15 años de historia

Fuente de los datos: INVERCO

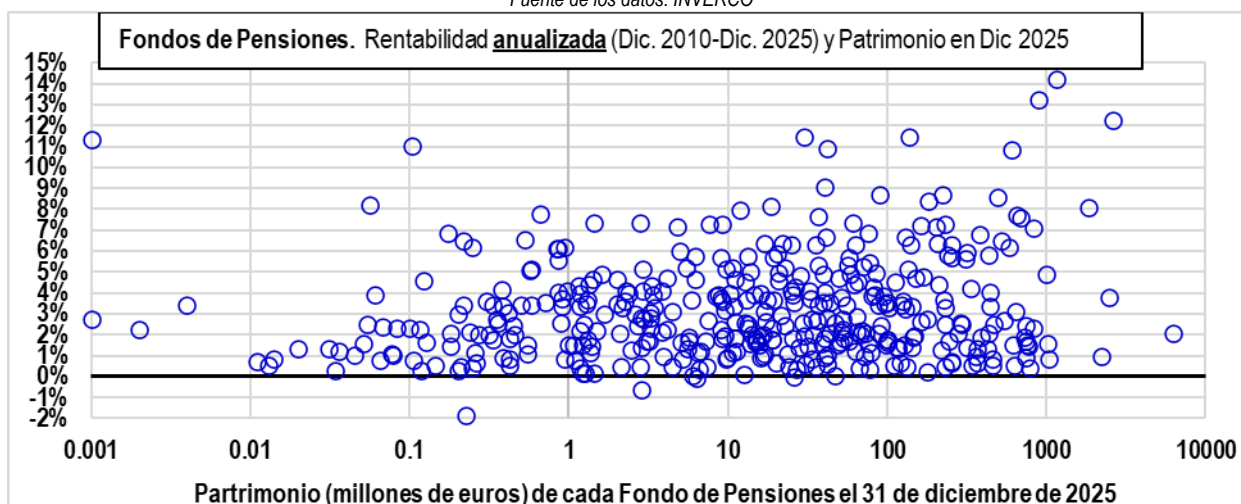


Figura 3. Relación número de partícipes-rentabilidad de los 399 fondos con 15 años de historia

Fuente de los datos: INVERCO

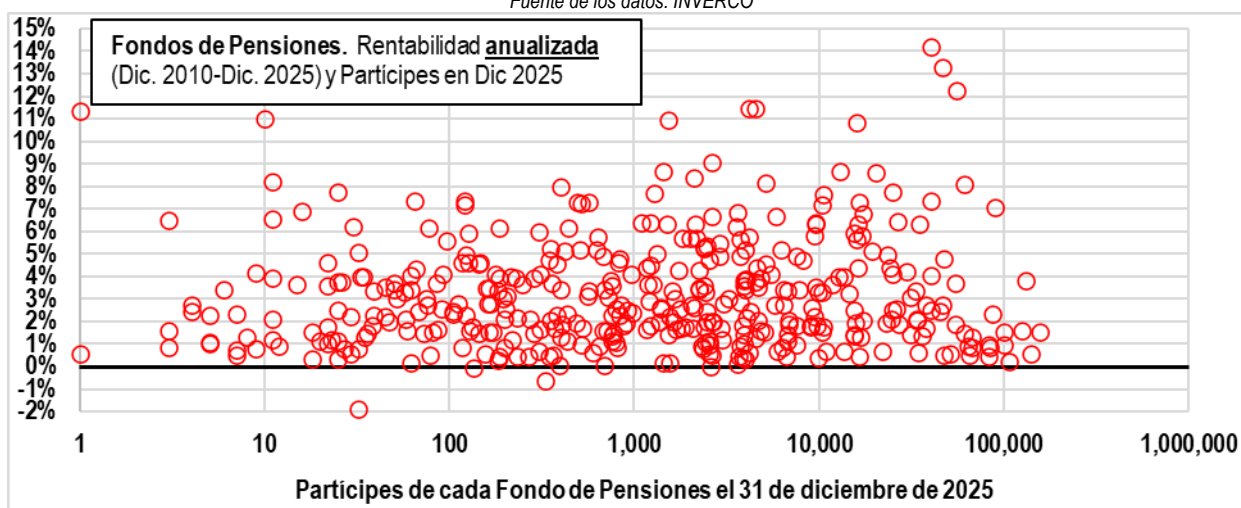
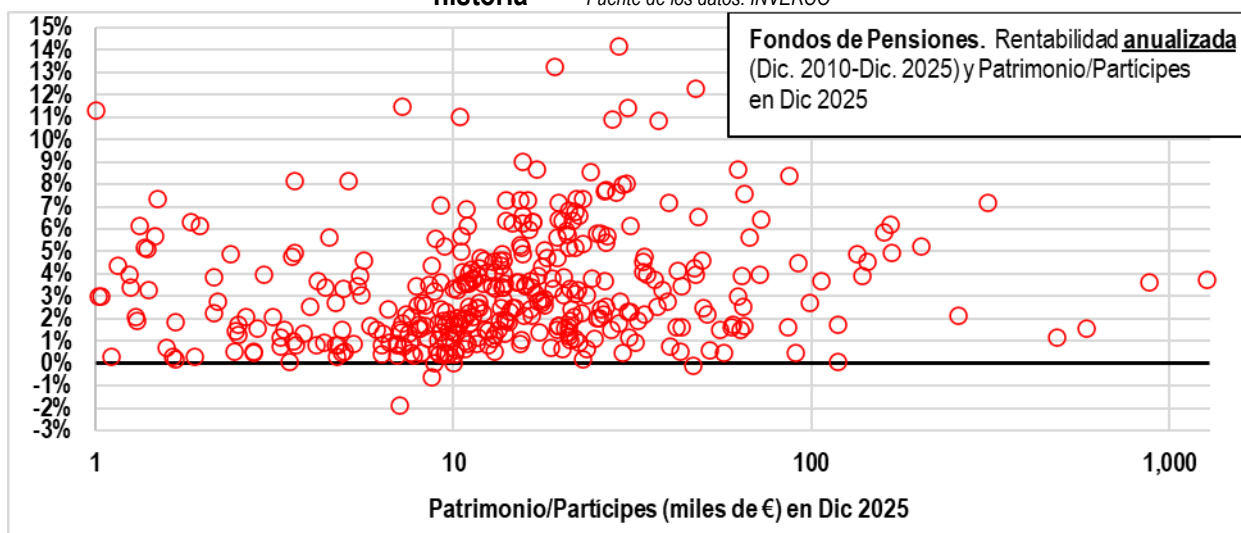


Figura 4. Relación (patrimonio/partícipe)-rentabilidad de los 393 fondos españoles con 15 años de historia

Fuente de los datos: INVERCO



La **tabla 2** muestra los 15 fondos con mayor patrimonio del sistema individual: tenían €20.935 millones de patrimonio y la media de sus rentabilidades fue 4,24%. La **tabla 3** muestra los 15 fondos con mayor número de partícipes: la media de sus rentabilidades fue 1,86%.

Tabla 2. Rentabilidad de los fondos con mayor patrimonio en 2025. Datos en miles de €. Fuente: INVERCO

Nombre Del Plan	Rentabilidad promedio 15 años (%)	Partícipes dic-25	Cuenta Posición dic-25	Nombre Del Fondo	Grupo Financiero
CABK EQUILIBRIO	2.05	4,668	6,220,966	PENSIONS CAIXA RF MIXTA,	CAIXABANK
CABK RV INTERNACIONAL PP	12.28	55,284	2,612,266	P CAIXA BOLSA INTL, FONDO DE	CAIXABANK
CABK CRECIMIENTO	3.81	130,975	2,471,613	PENSIONS CAIXA 124, FONDO DE	CAIXABANK
BBVA PLAN MULTIACTIVO CONSERVA	0.95	99,787	2,228,363	BBVA MULTIACTIVO	BBVA
CABK TENDENCIAS PP	8.09	60,679	1,844,615	PENSIONS CAIXA TENDENCIAS	CAIXABANK
BBVA PLAN MEGATENDENCIA	14.20	40,285	1,160,014	BBVA TELECOMUNICACIONES, F	BBVA
SANTANDER ASG RENTA FIJA CORTO	0.83	83,657	1,044,624	SANTANDER ASG RF CORTO PLA	SANTANDER
CABK RENTA FIJA LARGO PLAZO	1.58	125,635	1,009,370	P CAIXA AMBICION, FONDO DE	CAIXABANK
ING DIRECT 2030, PLAN DE PENSIONES	4.91	7,508	1,001,427	ING DIRECT 9, FP	RENTA 4
ING DIRECT S&P 500 PLAN DE PENS	13.26	46,718	890,548	ING DIRECT 1, FP	RENTA 4
PLAN DE PENSIONES MAPFRE MIXTO	2.32	87,313	828,561	MAPFRE MIXTO FONDO DE	MAPFRE
ING DIRECT 2040, PLAN DE PENSIONES	7.08	90,107	826,948	ING DIRECT 10, FP	RENTA 4
CABK AMBICION CORTO PLAZO	0.45	83,276	783,438	PENSIONS CAIXA DINERO, F.P.	CAIXABANK
NARANJA RENTA FIJA CORTO PLAZO	1.49	61,266	763,853	ING DIRECT 5 FONDO PENS	RENTA 4
BBVA PLAN INDIVIDUAL	1.53	155,782	757,329	BBVA INDIVIDUAL, F.P.	BBVA
Promedio / Suma	4.99	1,132,940	24,443,935		

Tabla 3. Rentabilidad de los fondos con mayor número de partícipes en 2025. Fuente: INVERCO

Nombre Del Plan	Rentabilidad promedio 15 años (%)	Partícipes dic-25	Cuenta Posición dic-25	Nombre Del Fondo	Grupo Financiero
BBVA PLAN INDIVIDUAL	1.53	155,782	757,329	BBVA INDIVIDUAL, F.P.	BBVA
BS PLAN 15, P.P.	0.55	140,467	342,021	SABADELL MIXTO-FIJO, F.P.	BANCO SABADELL
CABK CRECIMIENTO	3.81	130,975	2,471,613	PENSIONS CAIXA 124, FONDO DE	CAIXABANK
CABK RENTA FIJA LARGO PLAZO	1.58	125,635	1,009,370	P CAIXA AMBICION, FONDO DE	CAIXABANK
BS PLAN MONETARIO, P.P.	0.21	107,723	179,134	SABADELL MONETARIO, F.P.	BANCO SABADELL
CABK RENTA FIJA LARGO PLAZO PREM	1.53	100,832	611,842	P CAIXA AMBICION, FONDO DE	CAIXABANK
BBVA PLAN MULTIACTIVO CONSERVA	0.95	99,787	2,228,363	BBVA MULTIACTIVO	BBVA
ING DIRECT 2040, PLAN DE PENSIONES	7.08	90,107	826,948	ING DIRECT 10, FP	RENTA 4
PLAN DE PENSIONES MAPFRE MIXTO	2.32	87,313	828,561	MAPFRE MIXTO FONDO DE	MAPFRE
SANTANDER ASG RENTA FIJA CORTO	0.83	83,657	1,044,624	SANTANDER ASG RF CORTO PL	SANTANDER
CABK AMBICION CORTO PLAZO	0.45	83,276	783,438	PENSIONS CAIXA DINERO, F.P.	CAIXABANK
BS PENTAPENSION, P.P.	0.95	82,488	357,704	BANSABADELL 5, FONDO DE	BANCO SABADELL
RGARENIA FIJA	1.33	66,844	423,523	RGA F.P.	CAJA RURAL
P.P SANTANDER RENTA FIJA LP	0.83	66,753	461,972	SANTANDER RENTA FIJA LP	SANTANDER
BBVA PLAN MERCADO MONETARIO	0.52	65,393	623,121	BBVA MERCADO MONETARIO,	BBVA
Promedio / Suma	1.63	1,487,032	12,949,563		

4. 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 Pensiones¹, 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

¹ Ver <http://www.dgsfp.meh.es/comisiones/comisiones.aspx>

comisiones de gestión comprendidas entre el 1,5% y el 2% del patrimonio. Las comisiones de los fondos fueron: €563 millones en 2002, 622 en 2003, 712 en 2004, 816 en 2005, 924 en 2006, 1.050 en 2007 y €1.013 millones en 2008. 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.

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: así sí sabríamos exactamente qué valor aportó (más bien, restó en la mayoría de los casos) la gestión activa.

5. Evolución 1989 - 2025

	Número de planes de pensiones	Partícipes	Patrimonio (millones de euros)
31/12/1989	56	317.777	511
31/12/1990	164	530.551	1.022
31/12/1991	170	710.677	1.729
31/12/1992	148	875.041	2.561
31/12/1993	196	1.066.872	3.786
31/12/1994	198	1.301.712	4.741
31/12/1995	379	1.490.255	6.306
31/12/1996	265	1.838.804	9.091
31/12/1997	339	2.352.239	12.292
31/12/1998	377	2.582.746	13.838
31/12/1999	478	3.133.057	16.159
31/12/2000	557	4.230.592	20.794
31/12/2001	658	4.981.163	23.480
31/12/2002	761	5.847.854	26.281
31/12/2003	828	6.612.317	31.555
31/12/2004	920	7.244.482	37.002
31/12/2005	1.001	7.696.560	43.709
31/12/2006	1.022	8.164.485	49.933
31/12/2007	1.084	8.530.137	54.211

	Número de planes de pensiones	Partícipes	Patrimonio (millones de euros)
31/12/2008	1.152	8.647.159	49.019
31/12/2009	1.191	8.567.188	53.228
31/12/2010	1.271	8.601.775	52.552
31/12/2011	1.342	8.394.508	51.142
31/12/2012	1.385	8.155.304	53.160
31/12/2013	1.384	7.826.395	57.954
31/12/2014	1.320	7.850.350	64.254
31/12/2015	1.257	7.876.399	68.012
31/12/2016	1.189	7.828.464	70.487
31/12/2017	1.109	7.633.828	74.378
31/12/2018	1.075	7.568.827	72.247
31/12/2019	1.036	7.519.285	79.850
31/12/2020	976	7.527.819	82.014
31/12/2021	903	7.474.863	89.323
31/12/2022	861	7.408.147	80.086
31/12/2023	821	7.337.241	84.909
31/12/2024	811	7.311.535	92.242
31/12/2025	768	6.488.905	88.758

Fuente: Inverco

6. Otros estudios sobre fondos

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 USA e Inglaterra. 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 USA tienen un patrimonio superior a los \$6 trillones, de los cuales entre el 40 y el 50% están invertidos en renta variable². 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:

² En España sólo el 23% en 2006.

- Brinson, Hood, y Beebower (1986) analizaron 91 fondos de pensiones USA (DB, defined benefit) en el periodo 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 periodo 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 periodo 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 periodo 1993-1999: 0,31%, en media, peor que el *benchmark*.
- Timmermann y Blake (2005), y Blake y Timmermann (2005) la inversión en renta variable extranjera de 247 fondos de pensiones ingleses en el periodo 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 €691 millardos.

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.

7. 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, y
3. **¡tendría que pagar más impuestos!**

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.

8. 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 1% en muchos casos. Sin embargo, los datos indican que pocos gestores se merecen las comisiones que cobran.

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 5 años (vía comisiones e ineficiencias en inversión y gestión).

Análisis de años anteriores

Fondos de Inversión		Fondos de pensiones	
2006	http://ssrn.com/abstract=982821	2006	http://ssrn.com/abstract=989344
2007	http://ssrn.com/abstract=1095303	2007	http://ssrn.com/abstract=1101578
2008	http://ssrn.com/abstract=1337480	2008	http://ssrn.com/abstract=1353103
2009	http://ssrn.com/abstract=1543882	2009	http://ssrn.com/abstract=1561522
2010	http://ssrn.com/abstract=1746849	2010	http://ssrn.com/abstract=1749394
2011	http://ssrn.com/abstract=2005842	2011	http://ssrn.com/abstract=2000213
2012	http://ssrn.com/abstract=2220745	2012	http://ssrn.com/abstract=2214903
2013	http://ssrn.com/abstract=2388645	2013	http://ssrn.com/abstract=2393382
2014	http://ssrn.com/abstract=2574698	2014	http://ssrn.com/abstract=2571287
2015	https://ssrn.com/abstract=2720365	2015	https://ssrn.com/abstract=2724056
2016	https://ssrn.com/abstract=2915010	2016	https://ssrn.com/abstract=2913216
2017		2017	https://ssrn.com/abstract=3114149
2018	https://ssrn.com/abstract=3323393	2018	https://ssrn.com/abstract=3319461
2019	http://ssrn.com/abstract=3543761	2019	http://ssrn.com/abstract=3540947
2020	https://ssrn.com/abstract=3766362	2020	https://ssrn.com/abstract=3769952
2021	https://ssrn.com/abstract=4022725	2021	https://ssrn.com/abstract=4032079

2022	https://ssrn.com/abstract=4343705
2023	https://ssrn.com/abstract=4720010
2024	https://ssrn.com/abstract=5162389

2022	https://ssrn.com/abstract=4372118
2023	https://ssrn.com/abstract=4709477

Referencias

- Bauer, R., R. Frehen, R. Otten y H. Lum (2007), "The Performance of US Pension Funds". <http://ssrn.com/abstract=965388>
- Blake, D., and 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), 5-20.
- Brinson, G. P., L. R. Hood, and G. L. Beebower (1986): "Determinants of Portfolio Performance", *Financial Analysts Journal*, 42(4), 39-44.
- Busse, J., A. Goyal, and S. Wahal (2006), "Performance persistence in institutional investment management", to appear.
- Fernandez, P y J. del Campo (2010), "Ranking de Gestoras de Fondos de Inversión en España 1994-2009". <http://ssrn.com/abstract=1546481>
- F. Acín, Pablo (2014), "Fondos de inversión y de pensiones en España: poca sensatez de la mayoría de los inversores", <http://ssrn.com/abstract=2573195>
- Huang, X. and Mahieu, R. J. (2008), "Performance Persistence of Dutch Pension Funds". <http://ssrn.com/abstract=1094704>
- Ippolito, R. A., and J. A. Turner (1987): "Turnover, Fees and Pension Plan Performance," *Financial Analysts Journal*, 43(6), 16-26.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, R. W. Vishny, O. Hart, and G. L. Perry (1992): "The Structure and Performance of the Money Management Industry," *Brooking Papers on Economic Activity*, 1992, 339-391.
- Nitzsche, D., K. Cuthbertson y N. O'Sullivan (2006), "Mutual Fund Performance". <http://ssrn.com/abstract=955807>
- Timmermann, A., and D. Blake (2005): "International Asset Allocation with Time-Varying Investment Opportunities", *Journal of Business*, 78(1), 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.

CATEGORÍAS 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.

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 contraponen al **Sistema de reparto** (el de la Seguridad Social): los ingresos de un periodo de tiempo se dedican a cubrir las prestaciones de ese mismo periodo, 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 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 de 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 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.

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. Comentarios de lectores a versiones anteriores

Tenía la sensación de que me estaban estafando. A partir de ahora ya tengo la seguridad.

¿Razones del “*under performance*” de la mayoría de los fondos? Algunas de las razones –las menos– pudieran ser de carácter técnico (“malos” *portfolio managers*). La mayoría habría que buscarlas en los conflictos de interés de los administradores de fondos: falta de independencia en el análisis y la toma de decisiones, preferencia hacia algunos emisores, traslado de beneficios hacia las mesas de operación,...

Son lamentables los incentivos fiscales que hay. A priori no se debería decidir qué es susceptible de ser fondo de pensiones y qué no. Cada ciudadano debería poder decidir qué producto o conjuntos de productos forman su plan de pensiones.

Es lo mismo que el timo de los fondos de inversión: No es que sean poco rentables... es que son rentables para las gestoras!!

Este paper es pura demagogia. ¿Por qué hay que aguantar 15 años en el mismo fondo?

Que vergüenza para todo el país... los que han gestionado, los que han distribuido, los que han supervisado... *Shame on us.*

Tus análisis "mueven el árbol". El panorama es claro respecto al interés que tiene meterse en un fondo de pensiones, y también respecto al sentido común, o intuición, o mera suerte, de nuestros escolares respecto a sesudos gestores...

Califico el panorama de "deplorable y preocupante", aunque me gustaría saber la causa de tan mal desempeño de los fondos de pensiones.

Ineficiencia por falta de competidores en el mercado. Si a gestoras como CARMIGNAC, MFS, FRANKLIN, Rothschild se les permitiera hacer planes de pensiones clónicos de sus fondos de inversión, los resultados serían espectaculares. De aproximadamente un 10% de rentabilidad anualizada en los últimos 10 años.

La respuesta, como casi siempre, se encuentra en la propia naturaleza de los planes de pensiones privados. Por partes.

1º. si tengo que conseguir una rentabilidad para los partícipes ¿Quién va a ser el elegido? Si la rentabilidad de un fondo para los accionistas se consigue sólo de dos maneras: la primera es la que ven los partícipes, es decir, media de comisión del 3% para planes de renta fija y de 5 en adelante para variable. No está mal, podríamos pensar... y con razón. Pero también se gana dinero, pero muchísimo más, con las comisiones de compra-venta, que los partícipes no ven. Mejor me explico: si todos los días compro y vendo mi cartera, me llevo de comisión el 1º de la misma al tirón (0,5 de compra y 0,5 de venta + / -). Eso sí es un negocio, y no las mariconadas del 3% anual.

Así, todos los días se compran y venden títulos de renta fija y variable de los fondos, se gane o se pierda, pues LA BANCA SIEMPRE GANA.

Eso sin contar que si no fuera por nuestra generosidad, todos los planes de pensiones privados del mundo estarían quebrados, pues TODOS han sido rescatados por los estados, ya que sus inversiones fueron ruinosas (No sólo subprime, y casas en Reino Unido, España, Irlanda, Grecia, etc. También todo el shadow banking y derivados en los que todavía está metida tu jubilación, y que en el siguiente envite de la crisis se irá a... porque ya no habrá dinero de los estados para rescatarla)

¿Entiendes por qué yo no tengo un plan de pensiones?

Lo que yo pienso sobre los fondos de pensiones y me lo corroboran tus datos es que una vez que consiguen meter al fondista dentro ya no se preocupan en absoluto del fondo, ya tienen a la pieza cazada y ya sólo les preocupa cobrarles lo que les tengan que cobrar por estar dentro y ellos a por otro fondo y a engañar a otros. Al principio se preocupan un poco para atraer a la mayoría de posibles clientes y se acabó y así continuamente. Y los bancos con los clientes otro tanto de lo mismo, así que lo mejor es, "yo me lo guiso yo me lo como, como San Palomo" y al menos no te enfadas con ellos...

Desconcertante. Los bancos venden productos que no aseguran la rentabilidad y es mejor invertirlo en renta fija que además tiene en muchos casos un mercado secundario.

El panorama solo merece un calificativo: DESOLADOR

Lo califico -en la mayoría de los casos- de ¡tomadura de pelo! Tengo un plan garantizado que ha rendido un 4,75% TAE en 5 años.

Dejé de hacer aportaciones a fondos de pensiones en 2009 y he invertido en otros productos.

Los planes de pensiones han tenido en mis finanzas particulares un impacto muy positivo en periodos de ingresos elevados, el impacto ha sido siempre fiscal aunque, ahora que se acerca el tiempo de rescatarlos, el efecto fiscal se vuelve cuestionable ya que se trata exclusivamente de una dilación en el pago de impuestos y el ahorro fiscal podría ser cuestionable dado el incremento porcentual de las tasas impositivas aplicadas.

La conclusión es que el tal negocio es solo un negocio para los bancos que, en la bonanza y en la adversidad, hacen efectivas sus comisiones.

Sin embargo, estamos ante un problema que no se arregla diciendo: "pues fuera los fondos" ya que los fondos de pensiones cumplen un objetivo social importante en un entorno donde el estado de Bienestar empieza a ser papel mojado. La diferencia de éstos con los fondos de inversión es que en los primeros estamos atrapados con el dinero que pusimos en ellos con unos supuestos de reversión muy tasados, mientras que en los fondos de inversión, la decisión de cesar es inmediata. Adicionalmente, existe un agravante por el perfil sociológico de los tenedores de planes de pensiones que, supongo, serán clase media y media/alta.

No me cabe la menor duda que es un asunto de clara necesidad de intervención del estado en su función subsidiaria para aclarar este tema aunque para ello deba ir contra el poder económico de la banca. ¿Nos puede extrañar en este contexto (por otra parte, poco publicado) las manifestaciones histriónicas de la sociedad y su repercusión en la situación política? No cabe duda que la peor solución es quedarse parados.

Confirma mi intuición de hace mucho tiempo. Los fondos de pensiones reciben un marketing estupendo vía beneficios fiscales, pero los retornos a quien invierte nunca me pareció que fueran tan beneficiosos...

Durante mis años como analista de renta variable en mercados comprobé que el nivel medio de los gestores de activos en España es excepcionalmente bajo. No tienen conocimientos en muchos casos, y cuando los tienen el problema es la medición de su "performance" en la gestora en la que trabajan, que premia el corto plazo. Así es casi imposible generar rendimiento. Pero los planes de pensiones no deberían tener rentabilidad negativa. Tampoco deberían ganar un 25%. No deben tener carteras de trading. Si invierten en renta fija a largo plazo (que es lo que debería primar en sus carteras) no es posible tener rentabilidad negativa, mucho menos en el periodo que hablas con rentabilidades superiores al 5% en deuda soberana española, a no ser por las comisiones cobradas. Si es así es peor todavía.

Es simplemente lamentable. Un cepo. Una connivencia de hecho entre bancos, seguros y la administración conduce a un coto cerrado de comisiones y rentabilidad nula, sin motivación alguna del gestor ante la falta de competencia y la cautividad del ahorrador. Estos ahorradores que pretenden completar su jubilación con unos ahorros de su época activa se verán frustrados, tanto más cuanto no cabe sino prever una subida de tipos a largo plazo que ponga incluso en negativo la rentabilidad de estos fondos. Y tras el estandarte de la "seguridad" y la "fiscalidad", esta última en franco deterioro, millones de españoles se ven sin alternativa a construir un sistema complementario de pensiones con una fiscalidad aceptable.

"Nada es gratis". "Todos respondemos a los incentivos". Supongo que si las comisiones por gestión activa estuviesen ligadas a la rentabilidad obtenida y no al volumen de las operaciones realizadas, los gestores las harían con más cabeza. Aunque vista la experiencia no sé yo si nos va a servir de mucho esa cabeza. Tengo una pregunta: ¿cómo vigilar la "gestión activa", es decir, cuántas operaciones al año consideras que son razonables, y cuántas exceden lo normal? ¿O para saberlo simplemente lo comparas con la rentabilidad de "no tocar nada" versus rentabilidad de la gestión activa menos las comisiones?

El "panorama" es descorazonador. Por tanto, es muy importante aumentar la cultura "financiera" de este país para que no se repitan casos como Bankia, Caixa Catalunya, etc. Finalmente, todavía es más importante tener todas las preocupaciones posibles en que entidad o gestora tiene uno depositadas sus "esperanzas" en la jubilación. Así, aún es más importante, si cabe, el informe realizado por ti y por tu equipo.

El Asset Allocation es el 90% de la rentabilidad en las carteras (creo que hay bastante evidencia en este tema) y el timing con un horizonte temporal de 50-100 años un 2% con el inconveniente de que dentro de 100 años todos calvos. Sin querer defender a los gestores de fondos que evidentemente lo hacen peor que sus Benchmarks, sus mandatos de gestión, excepto en los fondos flexibles, son rígidos en función de la categoría del fondo y por tanto no pueden hacer una gestión del Asset Allocation.

Los gestores de carteras si lo pueden hacer pero desgraciadamente no tenemos información para ver como las gestionan. Lo más parecido serían las SICAV pero su gestión está muy condicionada por necesidades puntuales de financiación en sus empresas, movilización de flujos hacia inversiones alternativas, motivos varios de los socios, etc. Los fondos flexibles puros que pueden estar nada o todo invertido en RV o RF son pocos.

Yo estoy convencido que hay gestores que gestionan bien las carteras y obtienen rentabilidades superiores a la media de los gestores que están en un fondo de RV o RF o Mixto no puro. El timing del ciclo (análisis top-down) sin poder acertar en picos y en valles es posible y obtiene mejores resultados que no gestionar nada del ciclo, es decir cuando hay un cambio de tendencia por fundamentales. Supongo que será difícil de demostrar por falta de información de gestores que gestionan carteras que no son fondos de inversión.

Por último, hay una gran mentira cuando en los folletos de fondos te indican rentabilidades de los fondos en relación al benchmark. La mayoría de los fondos son acumulativos, con dividendos, pero el índice benchmark con el que te lo comparan es sin dividendos (no utilizan el Total Return). En el caso de que la rentabilidad del fondo fuera superior al benchmark habría que ver como lo ha hecho con los de su categoría.

Los que deciden crear un fondo de pensiones generalmente no conocen en profundidad lo que firman.

La diferencia con los fondos de inversión está en que estos el inversor entra-sale del fondo más o menos cuando quiere, mientras que en el caso de los fondos de pensiones hay una menor rotación, se crea en un momento de tu vida laboral (generalmente entorno a los 40 años) y rara vez se anulan...

Es cierto que habrá otras opciones más rentables, pero mucha parte de la población, ya sea por ignorancia o por falta de capacidad para entender su funcionamiento no hace uso de ellas.

En los últimos años estamos viendo cómo el sistema de pensiones es cada vez más inestable y se pone en entredicho su viabilidad futura, por lo que crear ahorros y gestionarlos de una manera sensata será la mejor manera de asegurarnos el futuro

Entiendo que la CNMV que emplea en su descripción las palabras "transparencia" y "velar por la protección del inversor" debería informar de lo expuesto en el artículo a todos los inversores privados.

De nuevo, es otro ejemplo más de aquellos que se aprovechan de la ignorancia de quienes no estamos familiarizados con las finanzas. ¿Podría ser una solución obligar a los fondos de inversión a informar por escrito (en un tamaño de letra que invite a leerlo y en no más de una página) de las comisiones y rentabilidades obtenidas comparándolo con el IBEX o los Bonos del Estado?

La industria de la gestión de activos en España, ya sean planes de pensiones o fondos de inversión, es bastante mediocre, solo gente como Bestinver y pocos más, son capaces de batir al índice de referencia.

Veo un problema fundamental el canal de distribución que básicamente son las oficinas comerciales de los grandes bancos. En estas oficinas te encuentras con comerciales que poco sabes del sector y que les da igual venderte una hipoteca, un fondo de inversión o una caja de cervezas (en mi opinión, esto se da tanto en la banca comercial ordinaria como en la banca privada, con la diferencia que estos segundos tienen trajes más caros y creen que saben más).

Además de la poca profesionalidad de los comerciales, por su puesto con excepciones, existe muy poca cultura financiera en España lo que hace la tormenta perfecta para que el sector no funcione correctamente.

Me llama mucho la atención que haya gente que decide meter sus ahorros en un fondo o en otro sin tener la más remota idea de en manos de quien está dejando sus ahorros.

¿Qué debería hacer la CMNV para proteger al inversor? Una buena opción es obligar a los comercializadores de fondo/pensiones a informar sobre quien o quienes son los gestores del producto, que track record tienen y que track record tiene el fondo. Esta información debe estar en todos los folletos comerciales y debe actualizarse cada vez que salga o entre alguna persona en el equipo gestor.

También sería más que interesante saber si los gestores del producto invierten en él una parte relevante de su propio dinero.

Me alegro de la decisión que tomé cuando tenía 25 años: mi banco de confianza casi me obliga a invertir un fondo de pensiones, y me negué. En ese momento lo hice porque con 25 años lo del fondo de pensiones me sonaba a un producto financiero más para cuando tuviera 50 años.

El panorama es desolador. Casi merece más la pena meter el dinero debajo del colchón y perder el valor la inflación que invertirlo en un fondo de pensiones. Si nadie invirtiese en estos fondos, la situación podría obligar a los bancos a cambiar su estrategia.

También es preocupante la situación de las Pensiones del Estado. Pienso que cuando los de mi clase nos jubilemos, no habrá fondos necesarios para pagar nuestras pensiones. El gasto y déficit público sigue creciendo alarmantemente y no tiene visos de disminuir en el corto-medio plazo. O se lleva a cabo una reducción de la administración pública o esta situación es insostenible a largo plazo. En definitiva la situación es realmente dantesca para España y muy poco halagüeña.

En mi opinión, los números no mienten y corroboran que se están produciendo fraudes en la gestión de los Fondos de Inversión. Ilustro esta afirmación con el ejemplo de una de las posibles vías de fraude: a lo largo de una sesión se realizan diversas operaciones de compra venta de valores y al finalizar la sesión se asignan las operaciones más favorables a la entidad y las menos favorables al fondo. Sobre esta cuestión existe literatura científica.

Insisto en la idea de que los números no mienten y es muy poco probable que la inmensa mayoría de gestores no sean capaces ni siquiera de replicar un benchmark o batir la rentabilidad que obtiene un grupo de adolescentes. Es más, se podría decir que de manera sistemática los gestores baten al mercado pero de forma negativa. De este modo, con estos resultados tan mediocres (por denominarlos de alguna manera), nos encontramos con una evidencia empírica que demostraría de modo indirecto que se están produciendo fenómenos de fraude.

La virtud de futuros estudios podría estar en recabar información que avale de modo directo dicho fraude o que, por lo menos, tenga en cuenta dicha posibilidad.

En la conclusión, echo en falta el desinterés de los partícipes en la evolución de sus inversiones. Salvo que sean irracionales, deberían optar por cambiar de gestor o de fondo.

Ligado con lo anterior, como reflejo ese supuesto desinterés me produce curiosidad conocer la serie histórica del patrimonio gestionado o del número de partícipes de los fondos. O al menos la media y desviación standard del número de partícipes, frente al número actual.

Patrimonio de los Fondos de Pensiones sobre PIB (%). 2023

