

**305**

**Dinámicas de inversión y desarrollo de los planes de pensiones de empleo públicos**

**Máster en Dirección de Entidades  
Aseguradoras y Financieras**





**305**

**Dinámicas de inversión y desarrollo de los planes de pensiones de empleo públicos**

Estudio realizado por: Ángel Pérez González  
Tutor: Luis Vadillo Roselló

**Tesis del Máster en Dirección de Entidades  
Aseguradoras y Financieras**

Curso 2021/2022

Cuadernos de Dirección Aseguradora es una colección de estudios que comprende las tesis realizadas por los alumnos del Máster en Dirección de Entidades Aseguradoras y Financieras de la Universidad de Barcelona desde su primera edición en el año 2003. La colección de estudios está dirigida y editada por el Dr. José Luis Pérez Torres, profesor honorífico de la Universidad de Barcelona, y la Dra. Mercedes Ayuso Gutiérrez, catedrática de la misma Universidad.

Esta tesis es propiedad del autor. No está permitida la reproducción total o parcial de este documento sin mencionar su fuente. El contenido de este documento es de exclusiva responsabilidad del autor, quien declara que no ha incurrido en plagio y que la totalidad de referencias a otros autores han sido expresadas en el texto.

## Presentación y agradecimientos

La idea de realizar este trabajo surge a raíz de la presentación del anteproyecto de Ley para el impulso de los planes de pensiones de empleo por parte del gobierno español en el momento que abordábamos en el máster los planes de pensiones de empleo. Ese anteproyecto inicial ha ido avanzando a la par que este trabajo, convirtiéndose posteriormente en proyecto de Ley, y casi a su finalización, en Ley.

La realización de este trabajo me ha permitido profundizar en los antecedentes que llevan a la decisión de impulsar el segundo pilar, así como en el propio texto aprobado. A su vez, se ha analizado el desarrollo en otros países desde la óptica de la inversión, lo que conecta este trabajo con mis orígenes en la industria aseguradora: pensiones e inversión.

Como no puede ser de otra manera, en un trabajo que tiene el foco en pensiones, los agradecimientos se sustentan en tres pilares.

Un primer pilar, profesional, en el que quiero agradecer a Caja Ingenieros Vida y Pensiones, representada en la figura de Antoni Fernández, su confianza en mí y en el trabajo que desempeño, y por darme la oportunidad de cursar estos estudios dejando patente el convencimiento que existe en la Entidad del crecimiento profesional a través de la formación.

No quiero olvidarme en este ámbito, más allá de la institución, tanto a los compañeros de trabajo y equipo que han entendido mis ausencias los viernes, como especialmente a la persona que apostó por mi incorporación a la Entidad y que siempre me ha empujado a dar mi mejor versión, Francisco Durán.

Un segundo pilar, académico, donde tiene cabida tanto la dirección del máster, siempre cercana a los que hemos cursado este programa; siguiendo por todo el elenco de profesores que han compartido su conocimiento con nosotros; y culminando por mis compañeros, que han hecho que esta experiencia haya sido aún más gratificante en todos los sentidos.

En este pilar también quiero mencionar a Luis Vadillo por haber aceptado tutorizar este trabajo, y haberme acompañado durante todo el camino. Las conversaciones mantenidas y sus aportaciones, junto con su espíritu crítico a medida que las ideas se iban plasmando, han hecho sin duda mejor este trabajo.

Y, por último, pero no por ello menos importante, el tercer pilar, el personal, donde quiero agradecer especialmente a todas aquellas personas que forman mi círculo más cercano y que han sabido entender y han respetado que estuviera menos disponible durante varios meses.



## Resumen

A partir del impulso que se quiere dar al segundo pilar en el sistema de pensiones español, este trabajo analiza los retos del sistema que llevan a proponer esta medida, cómo se articula la Ley que lo impulsa y cómo ha sido su desarrollo en diferentes países donde llevan unos años de ventaja.

A través de las inversiones que realizan los grandes fondos de pensiones de empleo, se describen sus dinámicas de inversión y las principales tendencias de gestión que siguen, y que podrían ser de aplicación en los nuevos fondos de pensiones de empleo públicos.

**Palabras Clave:** pensiones, inversiones, planes de pensiones de empleo, pensiones Europa, análisis internacional de pensiones.

## Resum

A partir de l'impuls que es vol donar al segon pilar al sistema de pensions espanyol, aquest treball analitza els reptes del sistema que porten a proposar aquesta mesura, com s'articula la Llei que l'impulsa i com n'ha estat el desenvolupament a diferents països on ens porten uns anys d'avantatge.

A través de les inversions que realitzen els grans fons de pensions d'ocupació, se'n descriuen les dinàmiques d'inversió i les principals tendències de gestió, i que podrien ser aplicables als nous fons de pensions d'ocupació públics.

**Paraules Clau:** pensions, inversions, plans de pensions d'ocupació, pensions Europa, anàlisi internacional de pensions.

## Summary

Based on the impulse that the second pillar seeks to give to the Spanish pension system, this paper analyses the challenges facing the system that have led to proposals for reform and looks at how the legislation that promotes it is articulated and how it has been implemented in various countries that have a few years' advantage over Spain.

The investments made by the large employment pension funds, their investment dynamics and the main management trends they adhere to, all of which might be applied to the new public employment pension funds, are described.

**Keywords:** pensions, investments, employment pension plans, European pensions, international pension analysis.





## Índice

1. Introducción.....	9
2. El sistema de pensiones español.....	11
2.1 De los orígenes hasta la actualidad. Breve historia del sistema de pensiones en España.....	11
2.2 La previsión social en España: instrumentos y objetivos .....	12
2.3 Retos del sistema de pensiones español.....	16
3. Desarrollo de los planes de empleo en España .....	25
4. Análisis comparado de modelos de pensiones e inversiones en el segundo pilar. ....	31
4.1 Países Bajos .....	32
4.1.1 El sistema de pensiones de Países Bajos .....	32
4.1.2 Dinámicas de inversión del segundo pilar en Países Bajos .....	34
4.2 Suecia .....	46
4.2.1 El sistema de pensiones de Suecia.....	46
4.2.2 Dinámicas de inversión del segundo pilar en Suecia .....	49
4.3 Reino Unido .....	59
4.3.1 El sistema de pensiones de Reino Unido .....	59
4.3.2 Dinámicas de inversión del segundo pilar en Reino Unido.....	61
5. Desarrollo normativo de los fondos de pensiones de empleo de promoción pública.....	71
6. Reflexiones y propuestas al desarrollo normativo y de inversión de los fondos de pensiones de empleo de promoción pública .....	75
6.1 Consideraciones al desarrollo normativo de fondos de pensiones de empleo de promoción pública .....	75
6.2 Propuestas a nivel de inversiones para fondos de pensiones de empleo de promoción pública .....	77
7. Bibliografía .....	79
7.1 Artículos: .....	79
7.2 Libros: .....	79
7.3 Capítulos de libro: .....	79
7.4 Informes: .....	80
7.5 Fuentes de internet: .....	82
7.6 Fuentes Oficiales: .....	83



# Dinámicas de inversión y desarrollo de los planes de pensiones de empleo públicos

## 1. Introducción

La adopción del Estado de Bienestar por parte de la sociedad española ha traído consigo mejoras generales de carácter social, entre las que destaca el desarrollo de un sistema de pensiones, sustentado en un pilar de carácter público de reparto y dos pilares adicionales complementarios a éste, uno en el marco empresarial y otro individual, ambos de carácter privado y de capitalización.

El núcleo central de la previsión social en España lo constituye el primer pilar, a través del sistema de pensiones públicas de la Seguridad Social. Por su parte, el patrimonio destinado a planes de pensiones, que es el instrumento de previsión por antonomasia para destinar el ahorro para la jubilación, se sitúa por debajo de la media de la OCDE, mostrando así un menor desarrollo en comparación.

Una sociedad con una alta esperanza de vida y una tasa de natalidad muy baja como la española, y con los nacidos en el *baby boom* acercándose a la jubilación, muestra desequilibrios, al menos temporales, en su pirámide poblacional con repercusión directa en el sistema de pensiones, tal y como señalan algunas de las estimaciones a largo plazo.

Las diferentes proyecciones, aun con la incertidumbre de las mismas, anticipan incrementos significativos del gasto público en pensiones. En resumen, en los próximos años se proyectan menos cotizantes, cotizando por menos cuantía debido al empeoramiento del mercado de trabajo, para sostener más jubilados por trabajador y durante más tiempo. Este cóctel supone un reto para la sostenibilidad del sistema, puesto que desemboca en desajustes en las cuentas públicas.

Para lograr que el sistema sea capaz de proporcionar pensiones suficientes sin comprometer su sostenibilidad, se han ido produciendo diferentes medidas desde el año 2011, sobre todo por la vía de reducción del gasto. En 2022, en una situación de máximos de afiliación con 20 millones de cotizantes, se han anunciado diferentes medidas adicionales a las implementadas, entre las que destaca la reforma y el impulso de los planes de pensiones de empleo, estancados desde 2012 en 2 millones de partícipes.

Con esta reforma como eje vertebrador del presente trabajo, y con el fin de observar el impacto que puede tener esta medida en España, se analizan tres sistemas de pensiones (Países Bajos, Suecia y Reino Unido) recurrentemente nombrados como alternativas al sistema de pensiones español, donde el Estado ha promovido activamente el uso de instrumentos para la jubilación en el marco empresarial, tal y como pretende la medida aprobada en España. Por un lado, se expone el sistema de pensiones que aplica cada uno de los países analizados, haciendo hincapié en el marco empresarial y, además, se analizan

las dinámicas de inversión que se producen en el pilar de pensiones empresarial, así como sus resultados a lo largo del tiempo.

Por último, tras desgranar las principales novedades que aporta el desarrollo normativo realizado con la nueva Ley de regulación para el impulso de los planes de pensiones de empleo, se realizan una serie de reflexiones y propuestas tanto sobre el desarrollo normativo y medidas que podrían ayudar al impulso buscado en los planes de pensiones de empleo, como sobre la estrategia de inversión a seguir a través de la observación de las dinámicas y tendencias de inversión que realizan los grandes fondos de pensiones de los países analizados.

## 2. El sistema de pensiones español

### 2.1. De los orígenes hasta la actualidad. Breve historia del sistema de pensiones en España

Por definición, una pensión es un pago temporal o vitalicio que recibe una persona al encontrarse en una situación establecida por ley que la hace acreedora de una cantidad económica. El origen de los sistemas de pensiones modernos<sup>1</sup> lo podemos encontrar en el surgimiento del Estado de Bienestar.

El Estado de Bienestar es un concepto político-económico con el que se designa un modelo general de Estado en el que el propio Estado es quien garantiza los derechos sociales mínimos del conjunto de los ciudadanos del país. Mediante la intervención del Estado en la prestación de servicios básicos, tales como seguridad social, educación y sanidad, sin discriminación, se busca una mayor redistribución de recursos y combatir la desigualdad existente en la sociedad.

En España, el germen del Estado de Bienestar aparece en 1883 con la creación de la Comisión de Reformas Sociales, que estudió cuestiones de interés para el bienestar de la clase obrera, pero sin adoptar medida alguna. Es en 1900 cuando se crea el primer seguro social, la Ley de Accidentes de Trabajo.

Posteriormente, en 1908, se crea el Instituto Nacional de Previsión como institución encargada de la seguridad social y asistencia sanitaria en España. A partir de ese momento se fueron articulando una serie de seguros sociales (retiro obrero, maternidad, paro forzoso, enfermedad, vejez e invalidez), aunque se demostraron insuficientes cuantitativamente, cosa que llevó al surgimiento de las Mutualidades laborales como forma complementaria de protección social.

En 1963 se aprueba la Ley de Bases de la Seguridad Social con el objetivo de unificar los sistemas de protección social del momento, con una base de reparto, gestión pública y participación del Estado en la financiación, emergiendo así un nuevo sistema de seguridad social. Estos principios se plasmaron en la Ley General de la Seguridad Social de 1966; sin embargo, sus resultados quedaron lejos de lo que el texto proponía. En 1972 se intenta corregir los problemas financieros existentes mediante la Ley de Financiación y Perfeccionamiento de la Acción Protectora, aunque sólo se consiguió agravarlos, al incrementar la protección social sin destinar los recursos suficientes para su cobertura.

La llegada de la democracia a España y la aprobación de la Constitución de 1978 trajeron importantes y decisivos cambios en materia de seguridad social. La propia Constitución de 1978, vigente en la actualidad, establece en su artículo 41 que “Los poderes públicos mantendrán un régimen público de Seguridad Social para todos los ciudadanos, que garantice la asistencia y prestacio-

---

<sup>1</sup> Hay documentados sistemas de pensiones en épocas de los romanos (Aerarium militare).

nes sociales suficientes ante situaciones de necesidad, especialmente en caso de desempleo. La asistencia y prestaciones complementarias serán libres.”. A partir de ese momento, se consensuaron las reglas básicas del sistema de protección social de la democracia, consistentes en la reforma tributaria, la moderación salarial, el control de la inflación y gasto social. Además, se inician una serie de reformas encaminadas a la mejora de la gestión, como la creación del Instituto Nacional de la Seguridad Social, el Instituto Nacional de la Salud, el Instituto Nacional de Servicios Sociales, el Instituto Nacional de Empleo y la Tesorería General de la Seguridad Social, y también a extender las prestaciones de los colectivos no cubiertos y dar mayor estabilidad económica al sistema, como la Ley General de Sanidad de 1985 y la ley que garantiza las pensiones no contributivas en 1990.

En 1995, se firmó el Pacto de Toledo, una comisión parlamentaria que contó con el apoyo de todas las fuerzas políticas y sociales y que perseguía la estabilidad del sistema ante los retos demográficos que se vislumbraban, emitiendo una serie de recomendaciones para asegurar la sostenibilidad de la Seguridad Social.

Ese es el punto de inflexión a partir del cual el debate y las reformas adoptadas se centran en la viabilidad y sostenibilidad del sistema y que llega hasta nuestros días, acrecentándose tras la crisis acontecida en 2008.

## 2.2. La previsión social en España: instrumentos y objetivos

El esquema conceptual del sistema de pensiones de España se asienta sobre el Código de Lovaina de 1977, que basa el reparto de las prestaciones sociales en un modelo teórico de tres pilares, que se encuentran representados en el siguiente cuadro:

**Cuadro 1. Los tres pilares de la previsión social (código de Lovaina)**

Primer Pilar	Segundo Pilar	Tercer Pilar
Sistema público, obligatorio y financiado por el Estado	Sistema privado, voluntario y de capitalización en el marco de la empresa	Sistema voluntario e individual, de capitalización

Fuente: Elaboración propia.

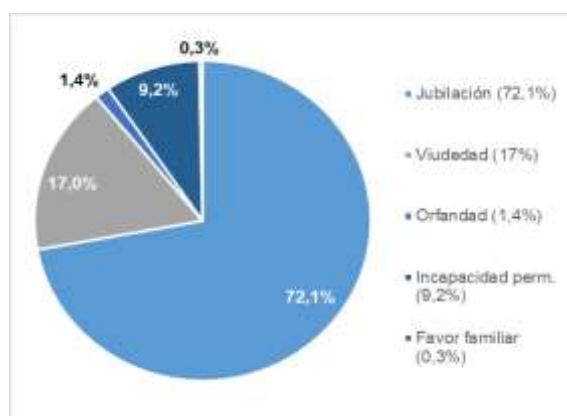
- Un primer pilar, de carácter público y financiado exclusivamente por el Estado, representado por la Seguridad Social, que garantiza las prestaciones básicas para toda la población.
- Un segundo pilar, de carácter privado, voluntario y constituido por los sistemas de previsión promovidos en el ámbito de las empresas.
- Un tercer pilar, igualmente privado, que engloba las cuentas que se nutren de aportaciones realizadas de forma voluntaria e individual.

El núcleo central en España lo constituye el primer pilar, a través del sistema de pensiones públicas de la Seguridad Social. Este sistema opera bajo cinco principios que lo sustentan, y que son:

- Principio de reparto: las cotizaciones de los trabajadores en activo financian las prestaciones de jubilación de ese momento, produciéndose una transferencia de renta entre generaciones. Es lo que se conoce como “solidaridad intergeneracional”.
- Principio de proporcionalidad contributiva: el importe de las prestaciones a recibir tiene una relación directa con lo aportado y con el periodo de cotización realizado.
- Principio de universalidad: existen pensiones contributivas, diseñadas originalmente en la década de 1960, financiadas vía cotizaciones sociales que pagan los afiliados a la Seguridad Social; y no contributivas, creadas en 1990, para que quienes no hayan contribuido nunca al sistema, o de manera insuficiente, puedan acceder a un nivel de prestación que permita la cobertura de las necesidades más básicas y financiado vía presupuestos generales del Estado, dotando así al sistema de carácter asistencial.
- Principio de gestión pública: la Seguridad Social estará gestionada y financiada por entidades públicas.
- Principio de suficiencia de prestaciones: la cuantía de las prestaciones debe ser suficiente para asegurar las necesidades más básicas.

Con el fin de contextualizar en cifras la previsión social en España, cabe señalar que el gasto en pensiones contributivas en España mensualmente supera los 10.000 millones de euros desde inicio de 2021, según datos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones (MISSM). En el cómputo global del año 2021, fueron 143.250 millones de euros, que corresponden a un 12% del PIB español, con la siguiente distribución según su tipología:

**Gráfico 1. Distribución del gasto en pensiones por tipología diciembre 2021**



Fuente: Elaboración propia a partir del MISSM.

Como se puede observar en el anterior gráfico, el gasto en la contingencia de jubilación es, a gran distancia, el de mayor magnitud de entre las diferentes tipologías, suponiendo más del 70% del total.

Por su parte, a los sistemas privados de previsión social (segundo y tercer pilar) se les agrupa bajo el nombre de “previsión social complementaria”, puesto que se orientan a generar un ahorro que complemente la pensión de jubilación que se obtiene del sistema público. Ambos pilares se basan en un sistema de capitalización, en contraposición al sistema de reparto del primer pilar.

Los instrumentos que se pueden enmarcar en el segundo pilar son, principalmente, los planes de pensiones de empleo, los planes de previsión social empresarial y los seguros colectivos que instrumentan compromisos por pensiones. Las aportaciones del segundo pilar pueden ser tanto de las empresas como de los propios trabajadores, aunque no en todos los casos.

Según los datos de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (en adelante, DGSFP) correspondientes a 2020, la distribución entre instrumentos en el segundo pilar es la siguiente:

**Cuadro 2. Magnitudes de los instrumentos del segundo pilar en España**

	Planes de Pensiones de Empleo	Seguros Colectivos	Planes de Previsión Social Empresarial	TOTAL
Partícipes / Asegurados	2.033.031	8.838.948	72.568	10.944.547
Ahorro gestionado (millones €)	35.784	26.290	584	62.658
Ahorro medio (en €)	17.601	2.974	8.048	5.725

Fuente: DGSFP.

El tercer pilar, como señalábamos, es también un sistema de capitalización, igual que el segundo pilar, pero en este caso individual, mediante aportaciones



a instrumentos de ahorro-previsión a largo plazo destinados a la jubilación y cuya gestión se encomienda a entidades financieras. El saldo en el momento del acaecimiento de la contingencia que permita la solicitud de la prestación equivaldrá a las aportaciones realizadas junto con la rentabilidad obtenida de las mismas. El individuo puede escoger con qué entidad privada, una o varias, constituye este ahorro para su jubilación.

Los instrumentos utilizados principalmente para ahorrar de cara a la jubilación en el tercer pilar son los planes de pensiones individuales y asociados, los planes de previsión asegurados, las mutualidades de previsión social, los seguros individuales de jubilación y los seguros de dependencia.

Según los datos de la DGSFP correspondientes a 2020, la distribución entre instrumentos en el tercer pilar es la siguiente:

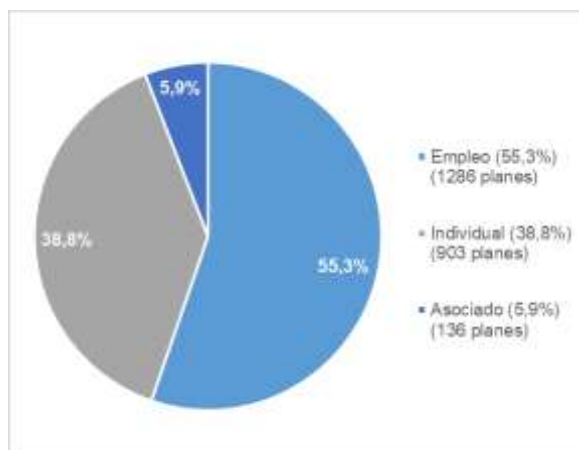
**Cuadro 3. Magnitudes de los instrumentos del tercer pilar en España**

	Planes de Pensiones Individuales	Planes de Previsión Asegurados	Mutuas de Previsión Social	Seguros de Dependencia	TOTAL
Partícipes / Asegurados	7.416.213	894.291	271.453	68.380	8.650.337
Ahorro gestionado (millones €)	81.426	11.574	8.931	38	101.969
Ahorro medio (en €)	10.979	12.943	32.902	553	11.788

Fuente: DGSFP.

Como se puede extraer del cuadro anterior, de entre todos los citados, el instrumento de previsión por antonomasia para destinar el ahorro para la jubilación en España es el plan de pensiones. Su patrimonio representa el 10,5% del PIB nacional según el informe Pension markets in focus 2021 de la OCDE, muy lejos de la media de la OCDE situada en el 66,9% del PIB, demostrando su escaso desarrollo dentro de nuestras fronteras.

**Gráfico 2. Número de planes de pensiones según modalidades (diciembre 2021)**



Fuente: Inverco.

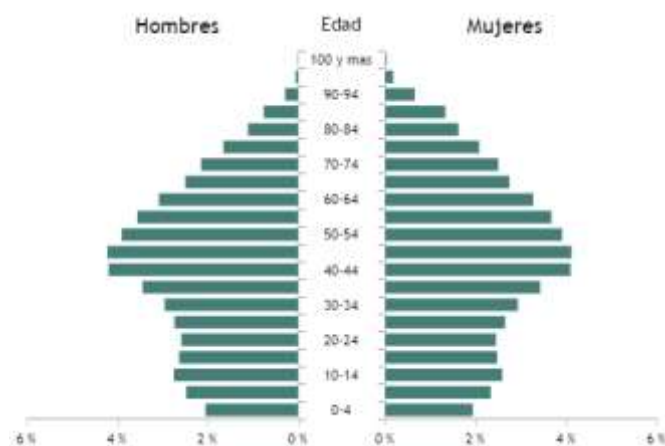
### 2.3. Retos del sistema de pensiones español

Tal y como hemos visto anteriormente, el sistema de la Seguridad Social está basado en la fórmula del reparto y la solidaridad intergeneracional, donde las cotizaciones de los trabajadores en activo financian las pensiones de los jubilados actuales.

Este sistema no planteaba desafío alguno en cuanto a su sostenibilidad en los orígenes de la Seguridad Social en España tal y como la conocemos hoy, puesto que, con una esperanza de vida situada alrededor de los 70 años y una tasa de fecundidad por encima de 2,8 hijos por mujer, el sistema se antoja perfectamente sostenible.

Sin embargo, en la actualidad, España tiene una pirámide poblacional típica de un país desarrollado, con una sociedad envejecida, una tendencia a serlo más, y con los nacidos en el *baby boom* español (más tardío que el de otros países y que se sitúa entre 1957 y 1977) acercándose a la jubilación.

**Gráfico 3. Pirámide poblacional española de 2021**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

Las principales características de la pirámide poblacional española son:

- Una alta esperanza de vida, situándose de media alrededor de 83 años en 2021, según datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), lo que convierte a España en uno de los primeros países del mundo. Aunque el dato es aún inferior a 2019 donde era de 83,6 años, debido a ser uno de los países con mayor incidencia de la pandemia de coronavirus, ha vuelto a la senda de crecimiento y es superior al de 2020.
- Una tasa de natalidad muy baja. Desde 2009 la tendencia de la natalidad es negativa, siendo la tasa de fecundidad de 1,19 hijos por mujer en 2021 que, aunque este dato se vea agravado por el efecto de la pandemia de coronavirus, es una de las más bajas del mundo y muy por debajo de lo requerido para asegurar el reemplazo generacional, situado entre 2,1 y 2,3 hijos por mujer.

Los efectos de la combinación de estas variables que, como podemos observar, además tienen una evolución inversa, configuran el dibujo de la pirámide poblacional actual, donde la base es más estrecha que la zona central.

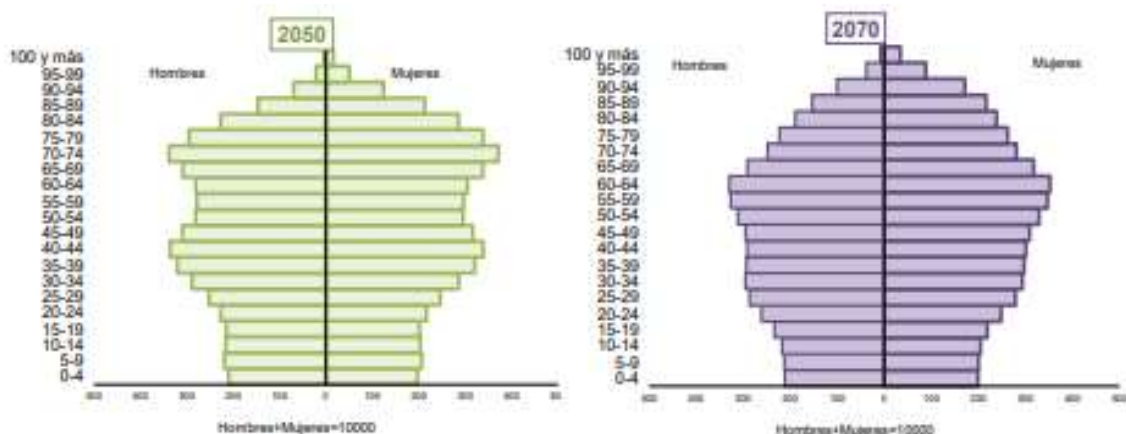
Este dibujo muestra un desequilibrio futuro, al menos temporal durante las décadas que las cohortes más pobladas del *baby boom* lleguen a la edad de jubilación, entre jubilados y cotizantes, cuya repercusión en el sistema de pensiones es directa.

Es decir, al haber menos nacimientos, no se incorporan nuevos cotizantes; además, se pierde progresivamente población en edad de trabajar (y, por ende, sus cotizaciones a la Seguridad Social); y, por otro lado, la población envejece y vive más tiempo. Por tanto, las características de la pirámide poblacional española combinadas provocan un aumento de la tasa de dependencia, que es aquella que relaciona la población activa con la dependiente.

Si bien la llegada de inmigración ha sido continua y con un saldo favorable que ha permitido que la población española aumente, los efectos de la misma por sí solos no consiguen paliar los impactos del progresivo envejecimiento comentados en el párrafo anterior.

De hecho, todo esto es lo que muestran las estimaciones a largo plazo del INE, que aseguran que, a partir de 2050, la población mayor de 65 años pasará a representar alrededor de uno de cada tres españoles. Por su parte, la población entre 20 y 64 años, en edad de trabajar, pasará de ser el 60,8% en 2020, al 51,9% en 2050, recuperándose ligeramente hasta 54,4% en 2070.

**Gráfico 4. Proyecciones de pirámide poblacional en 2050 y 2070**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

Estas proyecciones anticipan un incremento significativo del gasto público en pensiones y sanidad, presentando un desafío para la sostenibilidad del sistema, puesto que la población trabajadora decrece y, además, aumenta la esperanza de vida a partir de los 65 años.

Según las proyecciones que publica la Comisión Europea en su informe The 2021 Ageing Report la esperanza de vida a los 65 años en 2070 subirá 4,2 años en el caso de los hombres y 3,8 años en el de las mujeres, situándose en 24,1 y 27,7 años respectivamente.

**Cuadro 4. Esperanza de vida a los 65 años en España: proyecciones**

	2019	2030	2040	2050	2060	2070
Hombres	19,9	20,1	21,6	22,5	23,3	24,1
Mujeres	23,9	24,1	25,5	26,2	27,0	27,7

Fuente: Comisión Europea (The 2021 Ageing Report).

Este aumento de la esperanza de vida por encima de la edad efectiva de jubilación y la jubilación de los *baby boomers* proyectan un rápido crecimiento de la tasa de dependencia en las próximas tres décadas.

**Cuadro 5. Tasa de dependencia de la población mayor de 65 años: valores históricos y proyecciones**

	1960	1990	2020	2050	2080
España	14,6	23,1	32,8	78,4	74,4
UE (27)	16,0	21,6	33,6	56,7	62,0
OCDE	15,0	20,0	30,4	52,7	61,1

Fuente: OCDE (Pensions at a Glance 2021).

Como podemos observar en el cuadro anterior, donde ahora hay un pensionista por cada tres trabajadores, las proyecciones nos muestran que en los próximos 30 años España pasará a 2,35 pensionistas por cada tres trabajadores, distanciándose ampliamente de la media de la UE y la OCDE. Aunque existe bastante incertidumbre en las proyecciones de población, todas de forma invariable apuntan a como mínimo duplicar la tasa actual.

Por tanto, cada vez se va a vivir más años en jubilación, lo que implica más pagos de pensiones y durante más tiempo.

A esta situación hay que sumar el empeoramiento de las condiciones del mercado laboral, con salarios medios inferiores a los previos a la crisis de 2008, lo cual provoca una menor aportación por cotizante al sistema. En resumen, en los próximos años se proyectan menos cotizantes, cotizando por menos cuantía, para sostener más jubilados por trabajador y durante más tiempo.

Esto tiene una afectación directa sobre la tasa de sustitución, que sirve para calcular la pérdida de poder adquisitivo a través de la relación entre la primera pensión recibida respecto al último salario. Según las proyecciones del informe de la Comisión Europea The 2021 Ageing Report, España pasará de una tasa de sustitución 77% actual a un 41,3% en 2070, mientras que la media de la UE pasará del 46,2% a un 37,5% en el mismo periodo.

Como se desprende de este último dato, España es uno de los países más generosos de la Unión Europea. Por tanto, se recibe más que la media y además

lo absorbe por completo el sistema público, por lo que, de cumplirse estas proyecciones, la suficiencia de las pensiones se podría ver comprometida.

Asimismo, hay que tener presente que, con la configuración actual del sistema de pensiones, al no tener presente las cotizaciones efectivamente pagadas, cada vez que alguien se jubila entra en el sistema con déficit actuarial. Es decir, el valor presente descontado de la pensión de jubilación excede lo cotizado. Según datos del Banco de España (Moraga y Ramos, 2020), el desequilibrio entre lo cotizado y lo recibido es del 74%; el Instituto de Actuarios Españoles, lo cifra en promedio ponderado en el 51% en un informe de 2020 sobre el factor de equidad actuarial. Esto, se traduce en que, de media, a los 12 años de jubilados ya se ha recibido todo lo cotizado (Santacruz, 2018) y se pasa a ser beneficiario neto, dado que las contribuciones realizadas no cubren toda la esperanza de vida, provocando, en consecuencia, un desequilibrio financiero.

Los diferentes desequilibrios descritos, tanto demográficos como financieros, desembocan en desajustes en las cuentas públicas.

El gasto en pensiones sobre el PIB depende de factores demográficos (cuanto mayor es la tasa de dependencia, mayor es el gasto), de la situación del mercado de trabajo (cuanto menor sea la tasa de empleo, menor será el PIB, por lo que la tasa de gasto en pensiones sobre el PIB será mayor) y de la tasa de sustitución de las pensiones (a mayor tasa, mayor gasto).

Así, la evolución de la tasa de gasto en pensiones sobre el PIB, según datos del MISSM y del Banco de España, ha pasado del 7,6% del PIB en 2007 al 12% al cierre de 2021, mostrando así el impacto de la suma de factores enumerados en el párrafo anterior desde el inicio de la crisis de 2008.

Según datos del informe The 2021 Ageing Report el peso que supone el gasto en pensiones sobre el PIB español es inferior a otras economías del entorno, como Italia (15,4%) o Francia (14,8%), aunque ligeramente superior a la media de la UE (11,6%), tal y como podemos observar en el siguiente cuadro:

**Cuadro 6. Gasto en pensiones públicas sobre PIB: actual y proyecciones**

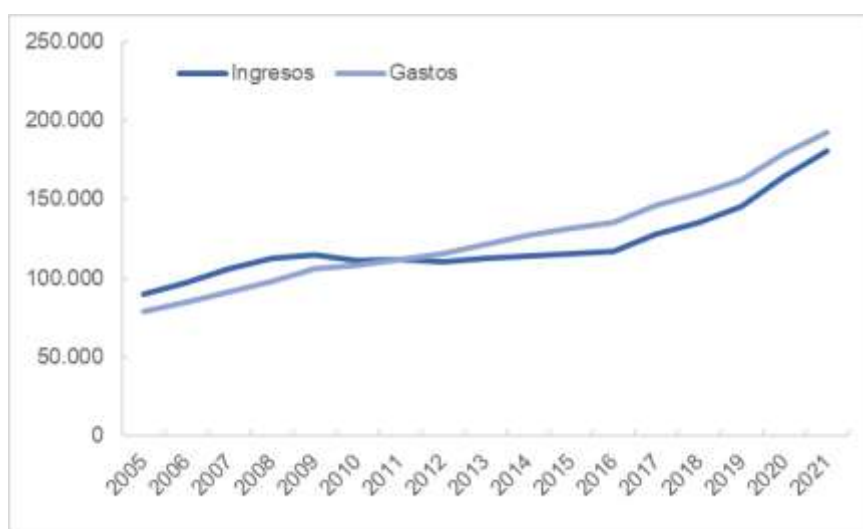
Country	Ch 18-70	2019	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060	2065	2070
BE	3.0	12.2	13.2	14.0	14.6	14.9	15.1	15.2	15.2	15.2	15.2	15.2
BO	1.4	8.3	8.8	8.5	8.5	8.6	8.9	9.3	9.7	9.8	9.7	9.7
CZ	2.9	8.0	8.8	8.8	9.1	9.8	10.7	11.4	11.8	11.8	11.3	10.9
DK	-2.0	9.3	8.9	8.5	8.3	8.1	7.8	7.6	7.4	7.2	7.2	7.3
DE	2.1	10.3	10.9	11.5	12.0	12.0	12.1	12.2	12.4	12.5	12.5	12.4
EE	-2.3	7.8	7.1	6.9	6.6	6.5	6.3	6.1	6.0	5.8	5.7	5.4
E	3.0	4.6	5.3	5.9	6.4	6.9	7.2	7.5	7.5	7.5	7.5	7.6
EL	-3.8	15.7	14.2	13.8	13.7	14.0	13.7	13.6	12.7	12.0	11.7	11.9
ES	-2.1	12.3	12.7	12.3	12.5	12.8	13.2	13.0	12.5	11.7	10.9	10.3
FR	-2.2	14.8	15.4	15.6	15.5	15.2	14.6	14.3	13.8	13.4	12.9	12.6
HR	-0.7	10.2	10.9	11.0	10.8	10.4	10.1	9.9	9.7	9.7	9.6	9.5
IT	-1.8	15.4	16.2	17.3	17.9	17.8	17.3	16.2	15.0	14.1	13.7	13.6
CY	2.1	8.8	10.0	10.0	10.4	10.2	10.3	10.1	10.5	10.7	11.2	10.9
LV	-1.2	7.1	7.1	6.9	6.8	6.8	6.3	6.3	6.4	6.2	6.0	5.9
LT	0.4	7.1	7.5	7.9	8.2	8.4	8.3	8.2	8.2	8.1	7.8	7.5
LU	8.7	9.2	10.3	11.4	12.3	13.0	13.9	14.8	15.8	16.7	17.4	18.0
HU	-4.1	8.3	8.8	8.3	8.8	9.7	10.8	11.2	11.5	11.9	12.2	12.4
MT	3.8	7.1	7.1	6.8	6.4	6.8	7.2	8.1	9.2	10.1	10.7	10.9
NL	2.3	6.8	7.3	8.1	8.8	9.1	9.0	8.9	8.8	8.9	9.0	9.1
AT	1.0	13.3	14.6	15.1	15.4	15.1	14.9	14.7	14.7	14.6	14.4	14.3
PL	-0.2	10.6	11.4	11.0	10.6	10.5	10.6	10.7	10.8	10.8	10.8	10.5
PT	-3.2	12.7	13.3	14.2	14.6	14.4	13.7	12.6	11.4	10.5	9.9	9.5
RO	3.8	8.1	13.1	12.9	13.6	14.2	14.7	14.6	14.4	13.6	12.8	11.9
SI	6.0	10.0	10.1	10.8	12.1	13.6	14.8	15.7	16.1	16.1	16.0	16.0
SK	5.9	8.3	9.7	10.2	10.7	11.0	12.5	13.4	14.2	14.5	14.4	14.2
FI	1.3	13.0	13.6	13.7	13.4	12.8	12.6	12.7	13.0	13.5	14.0	14.4
SE	-0.1	7.6	7.7	7.4	7.2	7.0	7.0	7.0	7.3	7.4	7.4	7.5
NO	2.6	11.0	11.7	12.3	12.6	12.6	12.6	12.7	13.0	13.2	13.4	13.6
EA	0.1	12.1	12.6	13.1	13.4	13.4	13.3	13.1	12.8	12.5	12.3	12.1
EU	0.1	11.6	12.2	12.5	12.8	12.8	12.7	12.6	12.3	12.1	11.9	11.7

Fuente: Comisión Europea (The 2021 Ageing Report).

Según el presupuesto de la Seguridad Social para 2022, se van a destinar 175.166 millones al pago de pensiones, lo que supone un incremento respecto 2021. Este incremento se viene produciendo año tras año, debido al aumento de pensionistas en el sistema; al aumento de la pensión media, es decir, al efecto sustitución que se produce entre las personas que acceden al sistema con una pensión más alta y las personas que causan baja con una pensión menor; y a la propia revalorización de las pensiones. Y a partir de 2022 se deberá incorporar a la inflación a esta ecuación.

En cambio, las cotizaciones sociales presupuestadas para 2022, fuente principal de ingresos del sistema, son insuficientes para cubrir estos pagos, lo que se traduce en un déficit del sistema que está convirtiéndose en estructural.

**Gráfico 5. Evolución de ingresos y gastos de la Seguridad Social 2005-2021**



Fuente: Elaboración propia a partir del MISSM.

Como podemos observar en el gráfico, este hecho no es aislado y viene sucediendo en una tendencia creciente y sostenida desde 2011, en un entorno en que los ingresos se han mantenido estables en el periodo 2008-2016 y que posteriormente no han podido absorber la brecha generada con los gastos, con una pendiente creciente desde el inicio de la serie.

En este sentido, cabe destacar que las medidas adoptadas en la última década para garantizar la sostenibilidad del sistema se han orientado hacia la contención del gasto y no en el aumento de ingresos, siendo las siguientes:

- En la reforma de 2011, se produjo un incremento progresivo de la edad de jubilación desde los 65 años hasta situarla en los 67 años en 2027. También, se produjo un incremento desde los 15 últimos años hasta los últimos 25 años de cotizaciones como periodo de cálculo para la base reguladora, y se aumentó el periodo de cotización necesario para percibir el 100% de la pensión de 35 a 37 años.
- En 2013, se introdujo un Factor de Sostenibilidad (FS) consistente en ajustar la pensión en función de la esperanza de vida en el momento ini-

cial de su percepción, buscando así contener el crecimiento del déficit actuarial de entrada en el sistema afectando a la tasa de sustitución.

- También en 2013, se introdujo un Índice de Revalorización de las Pensiones (IRP), suspendido desde 2018. Implicaba la actualización de pensiones sólo en caso de superávit, y en caso contrario, se aplicaba un suelo del 0,25%. Esto en época de alta inflación y déficit del sistema implica pérdida del poder adquisitivo de los jubilados.

Si se hace balance de esta última década, con algunas de las medidas expuestas introducidas, se puede afirmar que se ha mejorado en suficiencia, debido a la revalorización de las pensiones y al efecto sustitución, pero se ha empeorado en sostenibilidad, incrementando el déficit y las transferencias de otras partidas presupuestarias.

Finalmente, en 2021 se ha eliminado de forma definitiva el IRP, volviendo a la actualización de las pensiones con la inflación, y se ha reemplazado el FS por un Mecanismo de Equidad Intergeneracional (MEI).

En las últimas previsiones demográficas y de gasto en pensiones de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) presentadas en 2020, se cifraba la reducción del gasto al aplicar el IRP en 2,3 puntos del PIB en 2050. Asimismo, valoraba el ahorro del FS en 0,9 puntos del PIB en 2050.

La indexación de las pensiones a la inflación aumentándolas sólo cuando es positiva y no reduciéndolas cuando es negativa, produce asimetrías en el sistema, pudiendo suponer un incremento del gasto entre 2,3 y 5 puntos porcentuales del PIB (Ayuso y Herce, 2021). Por su parte, la AIReF (2022) calcula que por cada punto de inflación adicional sube el gasto en pensiones en 1.500 millones.

Por otro lado, el MEI introduce un aumento de las cotizaciones a la Seguridad Social entre 2023 y 2032 para reactivar el Fondo de Reserva (agotado desde 2019) y hacer frente a desviaciones futuras de gasto, permitiendo soportar los incrementos de gasto provocados por la jubilación de los *baby boomers*. Este aumento de cotizaciones no aumenta el derecho a mayor pensión. Además, los jóvenes lo pagarán más al estar haciéndolo durante más tiempo. En caso de desviaciones a partir de 2033, se utilizará este Fondo de Reserva con un límite del 0,2% anual del PIB. Según el Instituto de Actuarios Españoles, la derogación del Factor de Sostenibilidad y su sustitución por el MEI generaría un déficit acumulado de 7,75 puntos de PIB en 2067, último año con datos del FS.

Por tanto, basándose en las estimaciones y atendiendo a una visión puramente financiera y no social, las medidas adoptadas en 2021 actúan en contra de la sostenibilidad futura del sistema, añadiendo más déficit al mismo al eliminar mecanismos correctores y a su vez aumentar el gasto, a cambio de una mejora en la suficiencia actual, lo cual aumenta el desequilibrio intergeneracional.

Parece lógico pensar que déficits de la Seguridad Social se pueden dar coyunturalmente a causa de la fase del ciclo económico, expansiva o contractiva. Por

este motivo, y con el objetivo de desvincular el gasto en pensiones del ciclo económico, en base a una recomendación del Pacto de Toledo de 1995, se aprobó la creación del Fondo de Reserva de la Seguridad Social que, como se ha anticipado anteriormente reactivará el MEI, recibiendo su primera aportación en el año 2000. Sin embargo, y tras llegar a un máximo de cerca de 67.000 millones en 2011, los déficits consecutivos arrojados desde entonces lo han dejado prácticamente agotado desde 2019.

Así, ante una situación de déficit y sin la palanca del Fondo de Reserva, el Estado debe transferir recursos a las arcas de la Seguridad Social para poder hacer frente a los gastos en pensiones. Transferencias que se hacen con cargo a la recaudación tributaria, que cada vez son más relevantes y que en 2021 han supuesto 40.000 millones de euros según el Ministerio de Hacienda y Función Pública, en una situación de máximos de afiliación (cerca de 20 millones de personas cotizando), lo que supone un déficit de 2.000 euros por persona, en una situación donde el déficit contributivo es de 28.000 millones (2,2% del PIB), según datos del MISSM. Basar la sostenibilidad del sistema en transferencias del Estado no parece una alternativa viable, puesto que no resuelve los desequilibrios y traslada el problema de financiación al Estado.

Ante esta situación, podría ser el momento de llevar a cabo reformas más estructurales para equilibrar el sistema dirigidas a: incorporar la esperanza de vida en el cálculo de la pensión; una mayor contributividad que relacione pensiones y cotizaciones y muestre que el esfuerzo contributivo genera mejores pensiones; y, finalmente, una mayor transparencia, informando de la pensión esperada para que la población tome conciencia de los recursos que recibirán del sistema en el momento de su jubilación.

Con todo, no se cuestiona la quiebra del sistema y la posibilidad de no percibir una prestación futura, si no la sostenibilidad del mismo, teniendo en cuenta la tasa de sustitución existente en un sistema en que el envejecimiento poblacional impacta de forma directa y relevante, por lo que se requiere una adaptación a los cambios demográficos, económicos y sociales que se produzcan.

El reto reside en lograr que el sistema sea capaz de proporcionar pensiones suficientes sin comprometer su sostenibilidad financiera, manteniendo así la necesaria relación que debe existir entre suficiencia y sostenibilidad, y la equidad intergeneracional de un sistema de reparto.

Para ello, se han anunciado diferentes medidas adicionales a las implementadas en 2021, varias de ellas aún en desarrollo, siendo las más relevantes:

- Adecuación del periodo de cómputo para el cálculo de la pensión de jubilación, ampliando de los 25 años actuales a 35.
- Adecuación de las bases máximas de cotización, acompañado de un aumento de pensiones máximas.
- Cotización de los autónomos por sus ingresos reales.



- Incentivos para la jubilación demorada
- Reforma e impulso de los sistemas complementarios de pensiones, incluyendo la promoción de un plan de pensiones de empleo público.

El análisis de este último punto y su comparación con otros países punteros en el segundo pilar será el eje vertebrador de las siguientes páginas del presente trabajo.



### 3. Desarrollo de los planes de empleo en España

Una de las recomendaciones del Pacto de Toledo de 1995 se refiere a que el sistema público de la Seguridad Social puede complementarse, voluntariamente, por sistemas de ahorro y protección social, tanto individuales como colectivos, externos a ella, que tengo como objeto exclusivo mejorar el nivel de prestaciones que se obtenga del sistema público.

Antes del surgimiento de los planes de pensiones en 1987, existían en el marco de la empresa diferentes tipologías de prestaciones al llegar la jubilación, siendo las más habituales:

- Un capital que dependía de la antigüedad del trabajador.
- Una pensión complementaria a la pública, que juntas igualasen el último salario.
- Una pensión calculada como porcentaje del último salario.

Para hacer frente a estas prestaciones, las empresas o bien las pagaban con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias, o se plasmaban en un fondo sin separación patrimonial, o bien se hacían a través de compañías de seguros, mutualidades o fundaciones laborales.

Así, la ley que regulaba los planes de pensiones en 1987 incluyó también a los sistemas alternativos de carácter empresarial que cubrían las mismas contingencias que los planes de pensiones.

Sin embargo, posteriormente, en la Ley 30/1995 de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados se incluyó que “los compromisos por pensiones asumidos por las empresas, incluyendo las prestaciones causadas, deberán instrumentarse, desde el momento en que se inicie el devengo de su coste, mediante contratos de seguro, a través de la formalización de un plan de pensiones o de ambos.”

Después, en el Real Decreto 1588/1999, de 15 de octubre y en la Ley de Regulación de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, se desarrolla lo aprobado en la Ley 30/1995, que trae como consecuencia la exteriorización de los compromisos por pensiones de las empresas, siendo obligatorio a partir del 16 de noviembre de 2002 (en el caso de los premios de jubilación fue más tardío, con la excepción de las entidades de crédito, aseguradoras y agencias de valores, al tener en cuenta que son especialistas en administración y gestión de fondos, y cobertura de riesgos. En caso de compromisos ya existentes, se fijó un plazo para su externalización que finalizaba el 1 de enero de 2001.

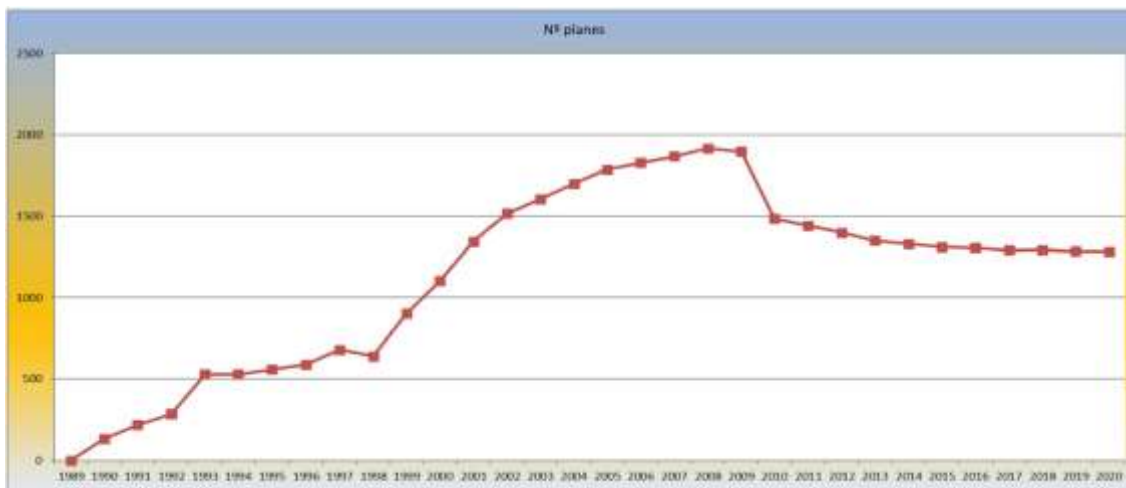
Esto viene motivado para proteger estos compromisos en caso de insolvencia o de dificultades financieras de la empresa, permitiendo adicionalmente liberar

recursos del balance de las empresas, puesto que era habitual mantener reservas para hacer frente a estos compromisos.

Realmente la exteriorización supuso pasar de un modelo de prestación definida, a un modelo de aportación definida, cuyo importe de prestación depende de la rentabilidad de las inversiones.

La evolución del número de planes de pensiones de empleo en España se explica en tres fases. Una primera fase de implantación, de 1987 a 1998, donde se llegó a 300.000 partícipes y 10.000 millones de euros de patrimonio. Una segunda fase de crecimiento significativo que se explica a partir de la exteriorización de los compromisos por pensiones y la puesta en marcha de los grandes planes de empleo de España, hasta alcanzar 1,7 millones de partícipes y 30.000 millones de euros en 2007. Posteriormente una ralentización a partir de la crisis financiera de 2008, con un estancamiento definitivo desde 2012.

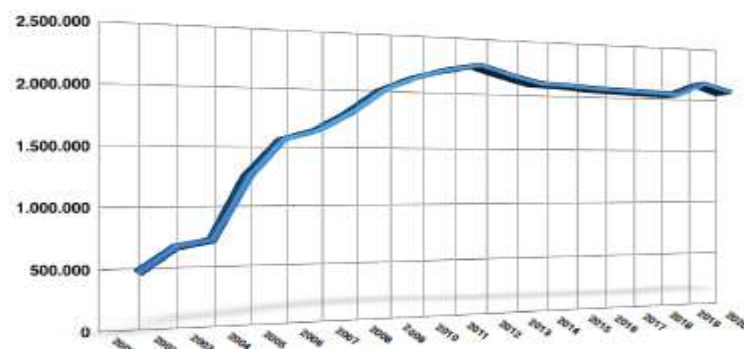
**Gráfico 6. Evolución del número de planes de pensiones de empleo**



Fuente: Documentación máster DEAF.

Los partícipes se mantienen estables desde entonces alrededor de los 2 millones, que en la actualidad corresponden a un 10% de las personas que cotizan.

**Gráfico 7. Evolución de partícipes en planes de pensiones de empleo**

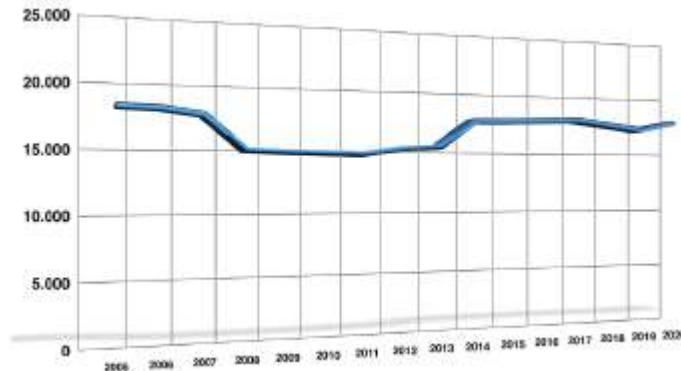


Fuente: DGSFP

Un total de 14.583 empresas han promovido planes de pensiones (Inverco, 2022), sin embargo, en España hay un total de 1,5 millones de empresas con al menos 1 asalariado y activas según el INE, por lo que apenas llegan al 1% las empresas que promueven planes de pensiones.

Por otro lado, el 70% del patrimonio en planes de pensiones de empleo se concentra entre los 20 planes más grandes, dejando el resto en manos de más de los 1.250 planes restantes.

**Gráfico 8. Saldo medio por partícipe en planes de pensiones de empleo**



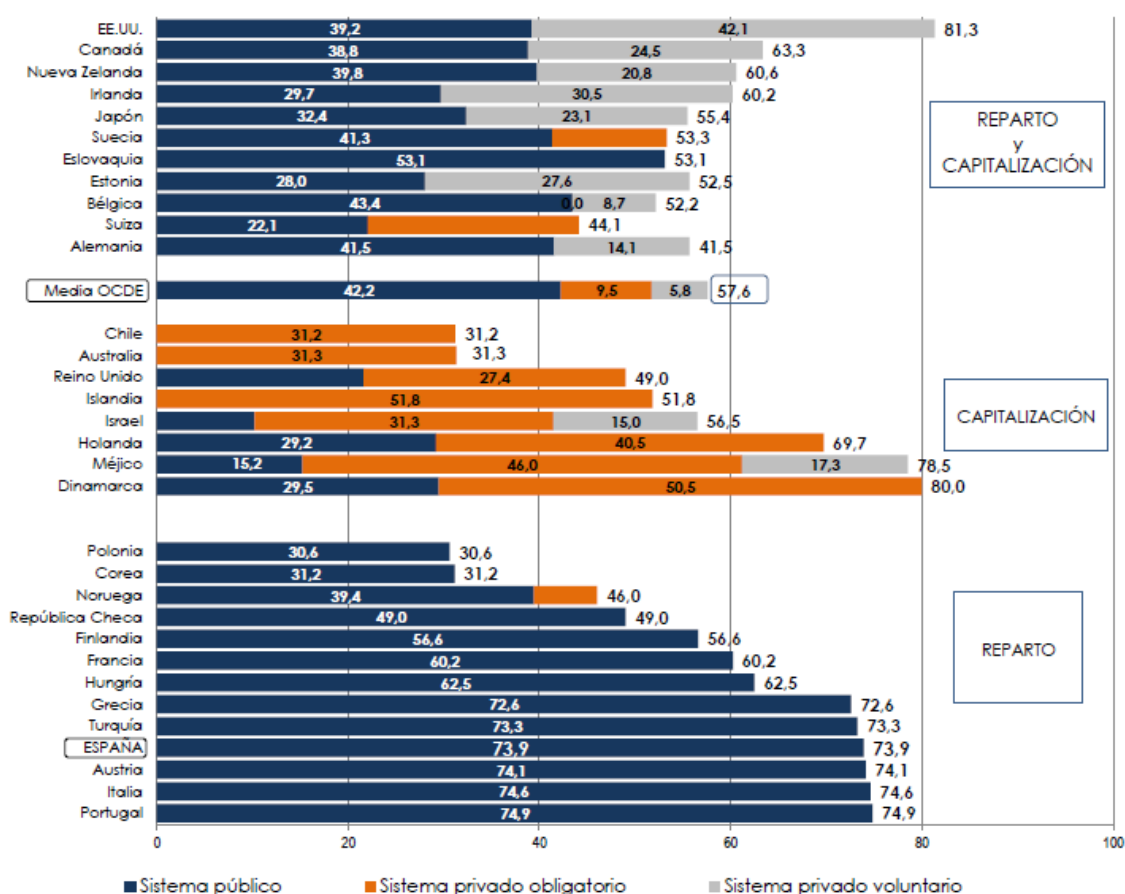
Fuente: DGSFP.

Estos datos muestran el escaso desarrollo y la poca relevancia que tienen en España los planes promovidos en el marco empresarial en comparación con otros países, cuya cobertura llega a tasas superiores al 90% de trabajadores mediante sistemas semi-obligatorios.

Una explicación para la irrelevancia y evolución de los planes de pensiones de empleo es la elevada tasa de sustitución existente en España. Al ser elevada, desaparecen los incentivos para el desarrollo de los sistemas privados, puesto que no es necesario ahorrar para complementar la pensión pública.

En cambio, los países que ya abordaron reformas debido a la presión demográfica, desarrollaron y fomentaron el segundo y tercer pilar, en detrimento del primer pilar público. Así, han evolucionado a tasas de sustitución inferiores por parte del primer pilar, introduciendo elementos que obliguen al segundo pilar, como se puede ver en el siguiente gráfico:

**Gráfico 9. Tasas de sustitución públicas y privadas en la OCDE**



Fuente: Inverco, a partir de Pensions at a Glance 2021 (OCDE).

Otra explicación viene ligada a las características productivas de la economía española, dominada por pequeñas empresas con dificultades para promover planes de empleo. También se pueden incluir como causa, unos incentivos fiscales escasos en comparación a otros países de la OCDE.

Hay diferentes elementos de economía conductual que podrían haber contribuido al desarrollo del segundo en España, pero que por diferentes motivos o no se pueden implementar, o no están lo suficientemente arraigados, o bien se ha ido en sentido contrario.

Por un lado, para hacer más atractivo e incentivar el ahorro finalista, es habitual que cuente con beneficios fiscales, que funcionarían como empujones (*nudge*) para el ahorro a largo plazo según los postulados de economía conductual (Thaler y Sunstein, 2008), puesto que realizar un esfuerzo presente para obtener un beneficio futuro supone una dificultad. Para disminuir esa dificultad se recurre a la aplicación de un binomio de fiscalidad y liquidez en el diseño de los sistemas de previsión complementaria, por lo que aquellos productos con requisitos de iliquidez deben contar con una ventaja fiscal presente como premio por realizar un ahorro finalista. Todo ello con el fin de complementar la pensión pública y aumentar la adecuación general de las pensiones.

En España se aplica a los planes de pensiones un modelo del tipo “EET” (Exención de la aportación, Exención de los rendimientos y Tributación de las prestaciones). Por tanto, la ventaja fiscal de la que comúnmente se habla en realidad no es tal, sino un diferimiento fiscal, con lo que el efecto global de la tributación reduce el coste fiscal real.

La mayoría de países de la OCDE articulan el mismo sistema fiscal para los planes de pensiones. Sin embargo, en España se han ido produciendo diferentes cambios normativos que han supuesto una reducción progresiva de estos beneficios en los últimos años. Esta inestabilidad normativa, teniendo en cuenta lo expuesto en párrafos anteriores, dificulta el fomento del ahorro de largo plazo para la jubilación, puesto que aleja al ahorrador de un producto finalista.

En este sentido, la primera medida que se ha tomado para impulsar los planes de empleo ha correspondido a la reducción del límite máximo de aportación hasta 2.000 euros en 2021 para planes de pensiones individuales. El resultado ha tenido como consecuencia una reducción del 40% en el volumen de aportaciones brutas en el tercer pilar que no se han redirigido al segundo, según datos de Inverco (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones).

Así, el impulso al segundo pilar a través únicamente de la fiscalidad no se ha traducido en resultados al no haber introducido otras medidas complementarias. Esto demostraría que la fiscalidad por sí sola no es ningún acicate para el desarrollo del segundo pilar sin otros mecanismos.

Por la parte de las empresas, la eliminación de los incentivos fiscales entre los que se encontraban la deducción del 10% de las contribuciones empresariales en la cuota del Impuesto de Sociedades en 2011 y la no sujeción a cotización de la Seguridad Social de las aportaciones empresariales en 2014, que suponía una disminución de costes laborales, hace que tampoco sea atractivo por su parte. En cambio, en países donde se obliga a ofrecer a los empleados un plan de pensiones, como Países Bajos o Reino Unido, la empresa disfruta de ventajas tributarias.

Por otro lado, el establecimiento de sistemas de inscripción automática, que tanto éxito han tenido en países como Reino Unido, se apoyan también en conceptos de economía conductual de Thaler. En este caso, la dificultad es que, aunque se tenga la voluntad de ahorro, no se da el paso para hacerlo, por tanto, el *nudge* de incluir por defecto a alguien un sistema, hace que permanezca en él, puesto que salir implica una decisión activa y meditada de dejar de ahorrar.

Sin embargo, en España no es posible la aplicación de esta obligatoriedad de inscripción, puesto que choca con el artículo 41 de la Constitución y no tiene encaje en el actual marco normativo, según un dictamen de la jurista María Emilia Casas a petición de las patronales Inverco y Unespa.

Por último, el uso de incentivos financieros, como son las contribuciones solidarias (*matching contributions*), también están ligadas a la economía conductual.

Se trata de que la empresa aporte una cantidad de salario en función de lo que aporte el trabajador.

En consecuencia, el desarrollo y fomento de los sistemas de empleo es una de las claves para complementar al sistema público. El segundo pilar necesita una mayor implementación para equipararse a países de nuestro entorno que han adaptado con éxito sus sistemas de pensiones a las necesidades derivadas de los retos demográficos, económicos y sociales.

Así, siguiendo la recomendación 16ª del Pacto de Toledo de 2020, en la que se apuesta por el impulso de los planes de pensiones de empleo, como se ha anticipado en el final del anterior capítulo, en España se ha aprobado la puesta en marcha de un fondo público de pensiones de empleo cuya normativa de creación se analizará en capítulos posteriores.



## 4. Análisis comparado de modelos de pensiones e inversiones en el segundo pilar.

En este capítulo se analizan las dinámicas de inversión que se producen en el segundo pilar en algunos de los países en que el Estado ha promovido activamente el uso de instrumentos para la jubilación en el marco empresarial, tal y como está impulsando en la actualidad España. Específicamente, se estudiarán los casos de Países Bajos, Suecia y Reino Unido.

El peso de los activos en instrumentos de Previsión Social Complementaria sobre el PIB de los tres países es muy significativo, siendo el 212,7% del PIB en el caso de Países Bajos, el 126,8% en el caso de Reino Unido y el 108,9% de Suecia, que contrastan con el 14,5% de España (datos OCDE de 2020 del informe *Pensions at a Glance 2021*).

Los países citados se encuentran en los primeros puestos del ranking Mercer CFA Institute Global Pension Index que asigna un valor a los sistemas de pensiones ponderado según su suficiencia, sostenibilidad e integridad. Concretamente, en la edición de 2021, los tres países están situados dentro de las diez primeras posiciones. Así, Países Bajos se sitúa el segundo, Suecia el octavo y Reino Unido el noveno.

Además de ser sistemas con un alto peso de instrumentos de pensiones ocupacionales de capitalización, esta selección responde también a que son sistemas recurrentemente nombrados como alternativas en los diferentes debates sobre pensiones en España o con elementos susceptibles de introducir en el sistema de pensiones español.

En primer lugar, para cada uno de los países analizados, se expondrá brevemente el modelo de pensiones que se aplica, para posteriormente pasar a desglosar en que invierten los instrumentos del segundo pilar, así como sus resultados a lo largo del tiempo.

Con el fin de homogeneizar el análisis de todos los países, se expondrá cada sistema de pensiones bajo el marco conceptual de pensiones establecido por el Banco Mundial en 2008 (Holzmann, Hinz y Dorfman, 2008).

**Cuadro 7. Marco Conceptual de Pensiones del Banco Mundial**

Pilar Cero	Primer Pilar	Segundo Pilar	Tercer Pilar	Cuarto Pilar
Pensiones no contributivas que proveen un nivel mínimo de protección	Sistema público, obligatorio y contributivo vinculado a los ingresos	Sistema privado, obligatorio y de capitalización en el marco de la empresa	Sistema voluntario e individual, de capitalización	Apoyo financiero y no financiero fuera de la pensión formal

Fuente: Elaboración propia.

## 4.1. Países Bajos

### 4.1.1. El sistema de pensiones de Países Bajos

Se trata de un sistema mixto, que combina elementos de un sistema de reparto y elementos de un sistema de capitalización, y se basa en tres pilares, más una pensión que asistencial que hace de red de seguridad.

Según el marco conceptual del Banco Mundial presentado en la introducción del presente capítulo, el sistema neerlandés se representa de la siguiente manera:

**Cuadro 8. Esquema del sistema de pensiones de Países Bajos**

Pilar Cero Algemene Inkomensvoorziening (AIO)	Primer Pilar Algemene Ouderdomswet (AOW)	Segundo Pilar Sistema ocupacional colectivo	Tercer Pilar Sistema individual
Pensión mínima no contributiva de carácter asistencial	Sistema público, contributivo vinculado a los ingresos y de reparto	Sistema privado, semi-obligatorio y de capitalización en el marco de la empresa	Sistema voluntario e individual, de capitalización

Fuente: Elaboración propia.

Los pilares del sistema neerlandés se desarrollan a continuación:

- **Pilar Cero:** conocido como *Algemene Inkomensvoorziening* (AIO). Es una pensión mínima asistencial no contributiva financiada vía presupuestos. El importe recibido complementa los ingresos recibidos por la parte contributiva y la del sistema ocupacional hasta alcanzar el “salario mínimo social” necesario para vivir, y asegurar que no haya jubilados en situación de pobreza.
- **Primer Pilar:** conocido como *Algemene Ouderdomswet* (AOW). Se trata de una pensión pública, contributiva y de reparto. Se financia a través de impuestos y de contribuciones de los trabajadores. Las cotizaciones suponen un 18% de los ingresos del trabajador. El derecho a cobrar esta pensión depende de la expectativa de vida. En la actualidad es de 66 años y 4 meses, pero se está aumentando progresivamente.

Esta pensión se paga por completo a quienes han residido o trabajado durante 50 años, entre los 15 y 65 años, en Países Bajos. Por cada año de esos 50 que no se haya vivido en Países Bajos o trabajado, se deduce un 2%. El importe a recibir está ligado al salario mínimo, y depende también de si la persona es soltera o no. A los casados les corresponde el 50% del salario mínimo y a los solteros el 70% (en 2021, alrededor de 885 euros y 1.300 euros brutos mensuales, respectivamente según datos del Sociale Verzekeringsbank).

- Segundo pilar: es un sistema ocupacional colectivo de capitalización ligado a la empresa. Cubre al 92% de los trabajadores, y lo administran fondos de pensiones y aseguradoras.

El trabajador acumula anualmente un porcentaje fijo de su salario como derecho de pensión futura, aportando todos los trabajadores la misma contribución sin diferencias, lo que actúa bajo el principio de solidaridad. Una cotización pagada por una persona más joven generará una rentabilidad durante mucho más tiempo que una cotización pagada por una persona mayor, pero ambos acumulan los mismos derechos de pensión por la misma cotización. Esto cambiará por un sistema de devengo decreciente, en el que un empleado de mayor edad acumulará menos derechos de pensión por la misma cotización que uno más joven.

Las contribuciones son variables, pero la media del trabajador supone el 7,7% del salario, mientras que el empleador aporta el 14,8% del salario de media (asume dos terceras partes del total), según datos del informe de la OCDE Pensions at a Glance 2021. Los acuerdos sobre qué parte de la prima de pensión paga el empleador difieren según el sector, aunque no será inferior al 50%. El importe de las contribuciones se determina año a año, y es diferente en cada plan de pensiones.

Según datos del informe de la OCDE Pensions at a Glance 2021, la pensión de este sistema supone un 58% de la tasa de sustitución bruta, por lo que es la parte principal de lo que percibe un trabajador al jubilarse.

No existe obligatoriedad de inscripción en un plan de empleo, pero si forma parte de un acuerdo entre empresa y sindicatos, el Gobierno puede establecer que sea obligatorio para todos los trabajadores del sector.

Puede tratarse de fondos de pensiones sectoriales, de una empresa específica o para colectivos profesionales concretos. En caso de que sea promovido por una empresa, aplica la adscripción automática por defecto.

En la actualidad, el 95% de este sistema es de prestación definida, mientras que el 5% restante es de aportación definida.

Los planes de empleo de prestación definida han pasado en los últimos años de considerar el último salario previo a la jubilación al salario medio de la vida laboral, con el fin de disminuir los costes del sistema y aumentar su sostenibilidad.

Además, debido a la mayor esperanza de vida y los bajos tipos de interés, han surgido dificultades para cumplir los compromisos adquiridos. La ratio de capitalización, entendido como la relación de los activos respecto a los pasivos, ha ido cayendo progresivamente en los últimos años hasta incluso situarse por debajo del 100% en determinados momentos de los últimos años según las estadísticas del Banco Central Neerlandés.

dés, no pudiendo actualizar las pensiones con la inflación o incluso reduciendo los importes, por lo que se ha negociado adicionalmente en los últimos años una reforma del sistema para transitar hacia la aportación definida durante el periodo 2022-2026.

Según las estadísticas del Banco Central Neerlandés, hay algo menos de 200 fondos de pensiones de empleo. Este pilar en cifras tiene bajo gestión 1,4 billones de euros, siendo el más importante de la UE, correspondientes al 170% del PIB de Países Bajos.

- Tercer pilar: es un pilar de ahorro voluntario. Corresponde a ahorro individual con beneficios fiscales hasta un nivel determinado. Esto normalmente es utilizado por aquellas personas que no tienen pensión ocupacional o bien por autónomos.

La tasa de sustitución neta se sitúa en el 89,2% según datos del informe de la OCDE Pensions at a Glance 2021, siendo una de las más altas de Europa. Esto es resultado del fuerte componente de capitalización, con una tasa de cotización efectiva promedio del 25,1%.

Cabe mencionar que se establece legalmente que la pensión pública y la de empleo no pueden superar conjuntamente el 100% del último salario percibido.

#### **4.1.2. Dinámicas de inversión del segundo pilar en Países Bajos**

Según se ha comentado en el apartado anterior, el segundo pilar en Países Bajos cubre al 92% de los trabajadores, habiendo cerca de 200 fondos de pensiones de empleo que gestionan 1,4 billones de euros. De entre estos, los fondos de pensiones sectoriales cubren a aproximadamente entre el 75% y 80% de los trabajadores neerlandeses.

A continuación, se analizan las dinámicas de inversión que corresponden a los cinco grandes fondos de pensiones sectoriales de Países Bajos con datos al cierre del año 2021.

##### **Pensioenfonds ABP**

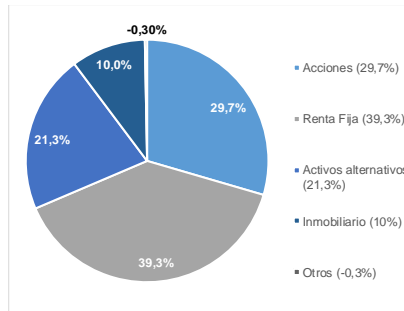
ABP es el fondo de pensiones de empleo de los funcionarios. Al cierre de 2021, tiene bajo gestión aproximadamente 550 mil millones de euros, lo que lo convierte en el fondo de pensiones más grande de Países Bajos. Más de 3,1 millones de personas (casi el 18% de neerlandeses) forman parte.

La prima de pensión es del 25,9% de salario pensionable, que paga el empleador (17,97%) y el empleado (7,93%).

Se realiza un plan de inversión estratégica que se revisa cada 3 años, y en la actualidad se sitúa en un 60% de acciones y un 40% de renta fija como línea maestra. A su vez, se realizan inversiones alternativas (algunas de ellas incluidas en la categoría de acciones) e inversión en activos inmobiliarios.

Seguidamente se representa la composición de las inversiones según el informe anual correspondiente a 2021:

**Gráfico 10. Distribución de inversiones de ABP**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de ABP.

La cartera de renta variable está altamente diversificada en términos geográficos y sectoriales, conformándola empresas de mercados desarrollados (76,5%) y emergentes (23,5%).

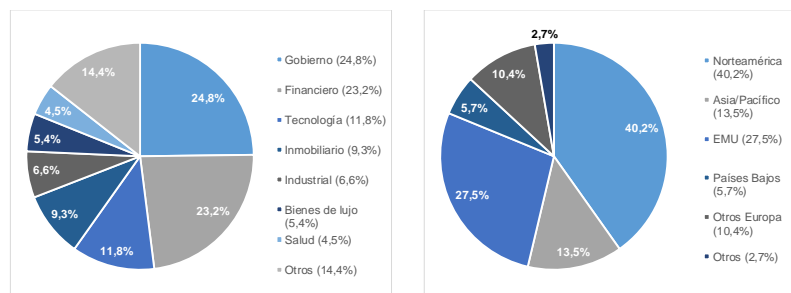
En cuanto a la renta fija, principalmente se invierte en bonos gubernamentales, corporativos y titulaciones hipotecarias. El 86% de la renta fija tiene una calidad crediticia de grado de inversión y el 75% de los vencimientos se sitúan más allá de los 5 años.

La parte invertida en activos alternativos está formada principalmente por *private equity*<sup>2</sup>, materias primas, infraestructuras y *hedge funds*<sup>3</sup>.

La inversión inmobiliaria está diversificada principalmente entre vivienda residencial, edificios industriales, oficinas y hoteles.

Seguidamente se representa la distribución geográfica y sectorial de la cartera de ABP en 2021 para todas las clases de activos:

**Gráfico 11. Distribución geográfica y sectorial de ABP**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de ABP.

<sup>2</sup> Parte de inversión en capital riesgo articulada mediante la participación temporal en capital social de empresas en fases iniciales de su desarrollo.

<sup>3</sup> Fondos de inversión alternativa que únicamente tiene las restricciones de su propio reglamento.

Cabe destacar que las inversiones realizadas en Países Bajos se focalizan en infraestructuras (instalaciones de fibra óptica, turbinas de viento), inmobiliario (residencias de estudiantes, hoteles) y acciones de empresas neerlandesas.

El 68% de la cartera está denominada en divisas diferentes al euro, aunque se realizan coberturas de divisa para reducir la exposición.

Mediante derivados se realizan coberturas de tipo de interés entre el 30% y 50% de la cartera, y no hay coberturas para riesgos de inflación.

Por lo que respecta a sostenibilidad, se parte de tres transiciones identificadas con impacto en la creación de valor a largo plazo de las empresas y la vida de las personas, con las que construyen su estrategia de sostenibilidad. Así, el cambio climático y la transición a fuentes de energía sostenibles, la conservación de los recursos naturales y la digitalización de la sociedad, son los pilares en los que se basa el fondo.

Se evalúa cómo los productos y servicios de las inversiones contribuyen al logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). En 2021, el 18% de los activos contribuyen de manera medible a los ODS, destacando aquellos que contribuyen a ciudades y comunidades sostenibles (ODS 11), salud y bienestar (ODS 3) y energía asequible y no contaminante (ODS 7). El objetivo es convertir ese dato en el 20% en 2025.

Adicionalmente, el fondo tiene exclusiones en actividades y sectores, a los que han añadido los productores de combustibles fósiles a finales de 2021, y en países sujetos a embargos de armas. A su vez, publica una lista negra con las empresas y gobiernos en los que no invierte. Por otro lado, clasifica a todo su universo invertible también con criterios de sostenibilidad.

El fondo es firmante del acuerdo climático neerlandés por el que suscribe los acuerdos de París, y de los PRI desde 2009. Adicionalmente, vota en juntas y forma parte de diversas iniciativas de la industria.

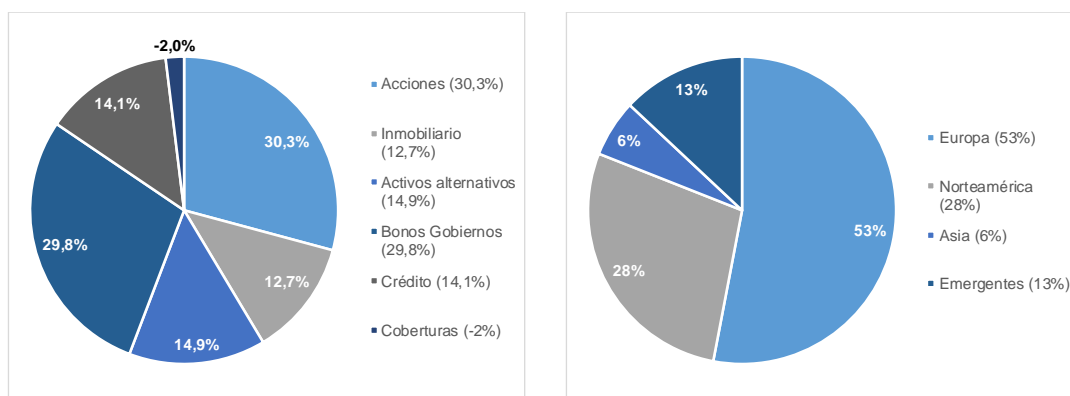
### **Pensioenfonds Zorg & Welzijn (PFZW)**

Pensioenfonds Zorg & Welzijn (PFZW) es el fondo de pensiones de empleo del personal de asistencia sanitaria, salud y bienestar. El fondo tiene bajo gestión aproximadamente 277 mil millones de euros. Casi 3 millones de personas (el 17% de neerlandeses) forman parte.

La prima de pensión es del 25% de salario pensionable.

Seguidamente se representa la composición de las inversiones del fondo de PFZW según el informe anual correspondiente a 2021:

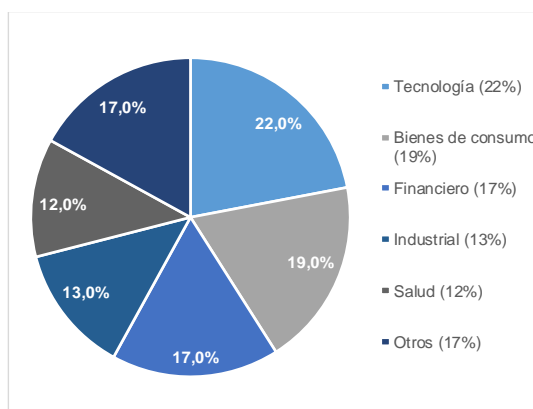
**Gráfico 12. Distribución de inversiones de PFZW**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de PFZW.

La cartera de renta variable está altamente diversificada en términos geográficos y sectoriales, conformándola empresas de mercados desarrollados (85%) y emergentes (15%).

**Gráfico 13. Distribución sectorial de renta variable de PFZW**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de PFZW.

En cuanto a la renta fija, principalmente se divide entre bonos gubernamentales y crédito. Dentro del crédito se pueden encontrar principalmente bonos corporativos de grado de inversión (6,4%) y de grado especulativo (4,4%), tanto de países desarrollados como emergentes, y titulizaciones hipotecarias.

El 82% de la renta fija tiene una calidad crediticia de grado de inversión, y el 74% de los vencimientos se sitúa más allá de los 5 años.

La parte invertida en activos alternativos está formada principalmente por *private equity*, infraestructuras y estrategias alternativas de renta variable. En cuanto a las infraestructuras, destacan las inversiones en transporte (26%), y las que tienen que ver con la distribución de electricidad y gas (31%).

La inversión inmobiliaria está diversificada principalmente entre acciones inmobiliarias e inmobiliario directo a partes iguales, destacando propiedades indus-

triales o para logística, que son un 29% del total, seguido de la parte residencial con un 18%.

En este caso, un porcentaje relevante de la inversión en acciones, inmobiliario, infraestructuras y capital riesgo, y alrededor del 15% de la inversión en renta fija, se realiza a través de fondos de inversión con enfoque look-through.

No invierte en materias primas.

PFZW utiliza derivados para cubrir riesgos de tipo de interés, inflación y divisa. También los utiliza en caso de ser más eficientes que la propia compra del subyacente.

La tendencia que está siguiendo este fondo los últimos años es ir incrementando la parte inmobiliaria y de infraestructuras porque los gestores esperan que implique una reducción de riesgo de la cartera. Adicionalmente, están incrementando la parte corporativa para mejorar la rentabilidad esperada. Por otro lado, han dejado de invertir en materias primas porque en los últimos años no ofrecía tanto valor añadido ni la descorrelación de años anteriores.

Al respecto de la sostenibilidad, el fondo tiene exclusiones en determinadas actividades y sectores y en países sujetos a embargos de armas. A su vez publica una lista negra con las empresas y gobiernos en los que no invierte. También publican las desinversiones que realizan por cuestiones relacionadas con la sostenibilidad.

El fondo se centra en contribuir a siete de los ODS, en concreto: hambre cero (ODS 2), salud y bienestar (ODS 3), agua limpia y saneamiento (ODS 6), energía asequible y no contaminante (ODS 7), ciudades y comunidades sostenibles (ODS 11), producción y consumo responsable (ODS 12) y acción por el clima (ODS 13). El objetivo es contribuir a los diferentes ODS con el 20% de las inversiones en 2025. En 2021 se cerró en el 18%.

A su vez, reducen las emisiones de las empresas en las que invierte, a través tanto de invertir en empresas con mejores prácticas, como del diálogo con las empresas para reconducir ciertas situaciones. Así, han iniciado el compromiso de dejar de invertir en empresas del sector de la energía fósil que no se comprometan con el Acuerdo Climático de París.

Realizan voto en juntas, y han iniciado diálogos con empresas en 154 ocasiones.

PFZW clasifica el producto de pensión como “verde claro” (artículo 8) SFDR.

Algunas de las iniciativas de la industria en las que participan son: Eumedion, PRI, IMBV (Pacto Internacional de Inversión Socialmente Responsable de Países Bajos 2018), VBDO, la Asociación Holandesa de Inversores para el Desarrollo Sostenible, directrices OCDE. Son firmantes de los PRI desde 2006.



## **Pensioenfonds Metaal & Techniek (PMT)**

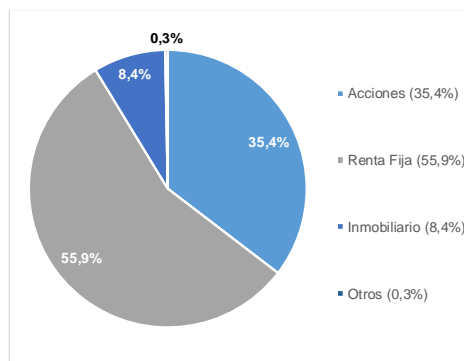
Pensioenfonds Metaal & Techniek (PMT) es el fondo de pensiones de toda la industria para los sectores metalúrgico y técnico. El fondo tiene bajo gestión aproximadamente 102 mil millones de euros y 1,3 millones de partícipes (el 7,5% de neerlandeses).

La prima de pensión es del 27,98% de salario pensionable.

En el marco estratégico de inversiones, establecen dos tipologías de carteras con diferentes subcarteras. Así, por un lado, PMT invierte en una cartera en la que busca el casamiento de sus pasivos y, por otro, tiene una cartera en la que busca generar un exceso de rentabilidad. Se establece que la cartera de cobertura supone el 42,5% y la de rendimiento el 57,5%.

Seguidamente se representa la composición de las inversiones del fondo de PMT según el informe anual correspondiente a 2021:

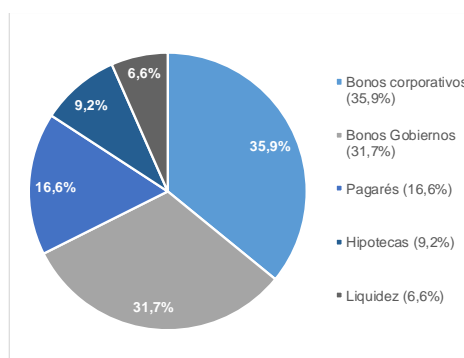
**Gráfico 14. Distribución de inversiones de PMT**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de PMT.

En la cartera de casamiento se invierte principalmente en bonos de largo plazo, titulizaciones hipotecarias y bonos corporativos. Cerca del 25% se destina a pagarés y liquidez.

**Gráfico 15. Distribución de la cartera de casamiento de PMT**

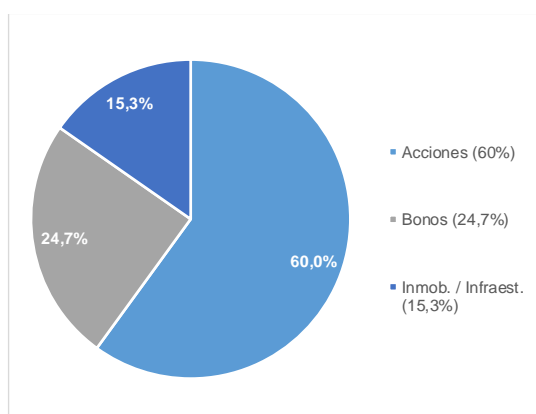


Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de PMT.

Los bonos de gobiernos están emitidos en euros por países con alta calificación crediticia (80,7% con calificación AAA, 12,7% con calificación una calificación de AA y un 5,7% con calificación A). Principalmente son bonos del gobierno alemán y holandés. Los bonos corporativos corresponden a bonos con un rating mínimo BBB.

En cambio, en la cartera de rendimiento se invierte en acciones, bonos con calificaciones crediticias iguales o inferiores a A o emitidos por países de regiones emergentes y activos inmobiliarios e infraestructuras.

**Gráfico 16. Distribución de la cartera de casamiento de PMT**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de PMT.

La parte de renta variable tiene una alta diversificación en sectores y geográfica. Esta parte incluye un porcentaje invertido en *private equity*, que supone alrededor de un 12% de la cartera de rendimiento.

La parte inmobiliaria principalmente se compone de vivienda residencial.

El fondo invierte en derivados para realizar coberturas de tipo de interés y divisa. La cobertura de la divisa depende de la tipología de activos. Así, en renta fija e inmobiliario se cubre la totalidad, no así en renta variable, donde puede llegar al 50%.

Destaca la inversión del 12,9% del fondo en los Países Bajos, mediante diferentes instrumentos: viviendas, titulizaciones hipotecarias, préstamos comerciales, start-ups, además de acciones y deuda pública.

En términos de sostenibilidad, se tienen en cuenta los factores ASG en todas las inversiones. Además de tratar de evitar los efectos negativos de las inversiones, el fondo busca realizar un impacto social positivo y contribuir a un crecimiento económico sostenible.

Esto implica la exclusión de determinados sectores y actividades, así como en países que violen tratados internacionales o que estén en listas de sanciones. Esto se traslada a la publicación de una lista negra de las empresas y gobiernos en los que no invierte.

El fondo contribuye al desarrollo social mediante la realización de inversiones que contribuyen positivamente a los ODS. En 2021, el 15,1% de las inversiones contribuyeron directamente. El fondo pone el foco en energía asequible y no contaminante (ODS 7), trabajo decente y crecimiento económico (ODS 8), reducción de las desigualdades (ODS 10) y acción por el clima (ODS 13).

Se realizan inversiones en viviendas de alquiler asequibles y con etiqueta de energía verde, en energía limpia, en infraestructuras que encajen con la transición energética, en fondos de capital riesgo que proporcionen capital a empresas neerlandesas. El fondo está realizando una descarbonización activa de su cartera, disminuyendo las emisiones una cuarta parte respecto a 2015.

El enfoque social del fondo, teniendo en cuenta el sector que representa, implica que haya una cierta preferencia en la inversión en empresas pequeñas y medianas del sector mecánico y del metal y en proyectos de infraestructura en los que la metalurgia y la ingeniería mecánica estén altamente representados.

El fondo abre diálogos con las empresas en las que invierte, o con gobiernos y reguladores acerca de políticas y regulaciones, y vota en juntas generales. A su vez, es firmante de más de treinta iniciativas en materia de sostenibilidad, entre las que se incluyen los PRI, de los que son firmantes desde 2007.

### **Bedrijfstakpensioenfonds voor de Bouwnijverheid (BpfBOUW)**

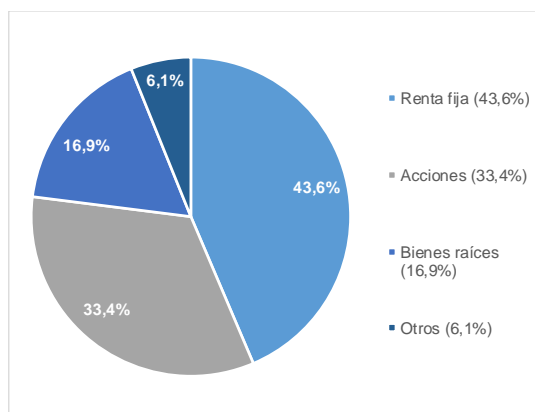
Bedrijfstakpensioenfonds voor de Bouwnijverheid (BpfBOUW) es el fondo de pensiones para la industria de la construcción. Proporciona la previsión colectiva de jubilación para aproximadamente 783.000 partícipes, teniendo bajo gestión cerca de 78 mil millones de euros.

La prima de pensión es del 25% de salario pensionable en 2021, pasando al 28,2% en 2022.

El fondo tiene una política de inversión estratégica donde asigna un 45% en renta fija, un 28% en acciones, un 19% en bienes raíces y un 8% en otras inversiones.

Seguidamente se pueden observar las desviaciones que se producen en estos porcentajes en la composición real de las inversiones del fondo al cierre de 2021, según el informe anual:

**Gráfico 17. Distribución de inversiones de BpfBOUW**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de BpfBOUW.

El fondo mantiene la mayoría de sus inversiones a través de participaciones en fondos de inversión. Así, la categoría de acciones consiste en una cartera altamente diversificada a nivel mundial, en mercados desarrollados y emergentes, con diferentes estrategias. Los sectores principalmente representados son el tecnológico, bienes de consumo y financiero. A nivel geográfico cerca del 60% de la inversión está radicada en Norteamérica, y un 20% lo está en Europa.

Por la parte de renta fija invierte en bonos gubernamentales y corporativos. Principalmente se invierte en bonos de gobiernos de la eurozona a diferentes vencimientos, aunque también de EEUU y Reino Unido. Por la parte corporativa la inversión se realiza en empresas de países desarrollados y emergentes. En cuanto a las calificaciones crediticias, alrededor del 90% se sitúa en grado de inversión. La duración efectiva de la renta fija, incluyendo las coberturas realizadas, se sitúa en 8,92.

En cuanto a activos alternativos, se incluye la inversión en *private equity*, infraestructuras y *hedge funds*. Durante 2021 se ha eliminado la inversión en materias primas. La inversión en infraestructuras se está reduciendo progresivamente, siendo ya residual, con vistas a su total eliminación.

En la categoría de bienes raíces se incluye toda la inversión inmobiliaria del fondo, la cual se distribuye al cierre del ejercicio 2021 en el 64% de bienes radicados en Países Bajos y el resto internacionales, predominando residencial y oficinas.

El fondo invierte en derivados para realizar coberturas de tipo de interés y divisa. La cobertura de tipos de interés es dinámica, reduciéndose si los tipos bajan y aumentando en caso contrario. Al cierre de 2021 se situaba en el 46,2%. Por su parte, no se cubre el riesgo cambiario de las materias primas, y respecto a las divisas se cubre un 40% de la exposición.

El fondo invierte un 14,1% de sus activos en Países Bajos. Además de inmuebles, como ya se ha mencionado, el 3% de la cartera de renta fija se invierte en bonos gubernamentales y corporativos de Países Bajos y el 0,4% de acciones.

En cuanto a sostenibilidad, el fondo dispone de una política de inversión responsable, en la que se centra en el cambio climático, las buenas condiciones de trabajo y la economía circular a través de la reutilización de materiales.

Por la parte de cambio climático se centra en la descarbonización de la cartera de acciones (han disminuido las emisiones un 48% respecto 2015) y en la reducción de consumo de energía de la parte inmobiliaria en Países Bajos. En cuanto a las condiciones de trabajo, se centra en cuestiones de salario digno, seguridad y formación, haciendo hincapié en el sector de la construcción. Respecto a la reutilización de materiales, sobre todo se realiza a través de la inversión inmobiliaria, cuando se realizan reconversiones de edificios. Por otra parte, también contribuyen a paliar la escasez de vivienda en alquiler de Países Bajos.

El fondo realiza inversiones que contribuyen positivamente a los ODS. En 2021, el 24,1% de las inversiones contribuyeron directamente a los objetivos de la ONU. La parte inmobiliaria es la mayor responsable de esta contribución, pero también destaca la inversión en bonos verdes.

El fondo excluye de sus inversiones a determinados sectores y actividades, así como a países que violen tratados internacionales o que estén en listas de sanciones. En este sentido, publican una lista negra de las empresas y gobiernos en los que no invierte.

El fondo abre diálogos con las empresas en las que invierte, o con gobiernos y reguladores acerca de políticas y regulaciones. Si una empresa no cumple requisitos de sostenibilidad establecidos por el fondo, salvo que se pueda ejercer cierta influencia a través del diálogo, no invierte. Adicionalmente vota en juntas generales. Son firmantes de los PRI desde 2016 y el fondo se clasifica como producto del artículo 8 del SFDR.

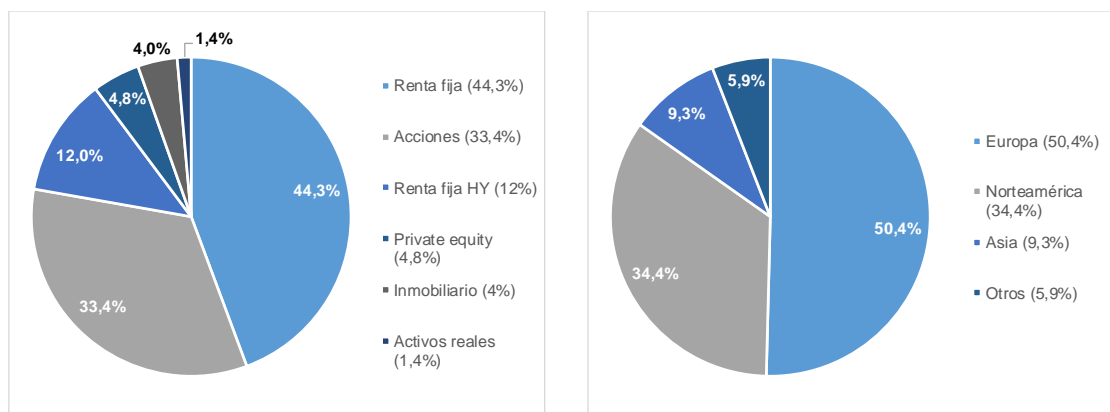
### **Pensioenfonds van de Metalektro (PME)**

Pensioenfonds van de Metalektro (PME) es el fondo de pensiones para el sector de la electrometalurgia. Proporciona la previsión colectiva de jubilación para aproximadamente 607.000 partícipes, teniendo bajo gestión cerca de 64 mil millones de euros al cierre de 2021.

La prima de pensión en 2021 es del 27,59% de salario pensionable, de la cual el 10,89% se deduce del salario del empleado.

Las inversiones del fondo principalmente se invierten en bonos gubernamentales y corporativos, acciones, inmuebles y *private equity*. Seguidamente se pueden observar la distribución de inversiones del fondo por tipología y geográficamente al cierre de 2021, según el informe anual:

**Gráfico 18. Distribución de inversiones de PME**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de PME.

PME establece dos tipologías de carteras. Así, por un lado, invierte en una cartera en la que busca el casamiento de sus pasivos y, por otro, tiene una cartera en la que busca generar un exceso de rentabilidad. Al cierre de 2021, la cartera de cobertura supone el 44,3% y la de rendimiento el 55,7%.

En cuanto a la renta fija, se incluyen bonos gubernamentales y corporativos en todo el mundo, préstamos privados e hipotecas neerlandesas. Se incluyen, en la cartera de rendimiento, bonos corporativos con mayor compensación por riesgo de crédito y bonos gubernamentales de economías emergentes.

La renta variable tiene una alta distribución geográfica, tanto en mercados desarrollados como emergentes, y sectorial.

Los inmuebles corresponden mayoritariamente a Países Bajos (tiendas, casas, apartamentos), pero también hay fondos inmobiliarios. La parte de activos reales se refiere a infraestructuras.

La parte de *private equity* responde a inversiones en empresas no cotizadas con voluntad de largo plazo.

Se realiza cobertura del riesgo de tipo de interés y de tipo de cambio. No se cubren de forma completa.

El 13,5% de las inversiones del fondo, al cierre de 2021, se realizan en Países Bajos, con el fin de contribuir al crecimiento de la economía local. Así, por un lado, se invierte en sector inmobiliario neerlandés enfocándose en vivienda asequible para alquilar, en hipotecas. A su vez, invierte en *startups* neerlandesas del sector tecnológico a través de un fondo de inversión, lo que permite dar un impulso al propio sector del fondo. Y también, invierte en el parque de energía solar más grande de Países Bajos a través de fondos de inversión en infraestructuras.

En cuanto a sostenibilidad, el fondo cuenta con diferentes exclusiones en sectores y actividades, así como en gobiernos con sanciones internacionales. Por

otro lado, excluyen compañías si los diálogos que se establecen no dan resultado. Adicionalmente en el transcurso de 2021 han vendido todas las inversiones en compañías de producción y distribución de petróleo y gas. Al cierre de 2021, hay 13 países y 263 compañías excluidas.

Adicionalmente se realizan diálogos y se votan en las juntas generales, publicando ambas acciones.

Están en un proceso de descarbonización de la cartera de renta variable (han disminuido las emisiones un 65,7% respecto 2015).

A nivel de impacto el fondo se centra en el cambio climático y la mano de obra con salarios dignos en sectores más desprotegidos. Realizan inversiones en energía limpia que evite emisiones, da préstamos a empresas neerlandesas que no tienen otras vías de financiación, hogares con alquiler asequible y economía circular.

Es signatario de los PRI desde 2006 y promueve características de artículo 8 según SFDR.

### **Datos de Rentabilidad y Riesgo**

En los siguientes cuadros se presentan los datos de rentabilidad en los últimos 10 años de los fondos de pensiones neerlandeses analizados.

**Cuadro 9. Rentabilidades históricas últimos 10 años cerrados**

	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
ABP	11,4	6,6	16,8	-2,3	7,6	9,5	2,7	14,5	6,2	13,7
PFZW	8,2	5,6	18,8	-0,4	5,1	12,0	-0,1	15,5	3,7	13,4
PMT	3,6	10,6	18,4	0,2	4,1	11,0	2,3	20,6	1,0	12,6
BPF Bouw	6,9	8,9	17,9	0,3	6,6	12,2	1,2	24,5	2,4	15,3
PME	3,9	10,9	18,3	-0,9	4,7	10,3	1,0	17,5	0,9	13,0

	TAE 3 años	TAE 5 años	TAE 10 años
ABP	11,5	7,9	8,5
PFZW	10,7	7,3	8,0
PMT	10,7	7,2	8,2
BPF Bouw	11,1	8,0	9,4
PME	10,9	7,2	7,8

Fuente: Elaboración propia a partir de los informes anuales.

Las diferencias de rentabilidades del 2021 entre PMT y PME y el resto se deben principalmente a la gestión de la cartera de casamiento que hacen ambos fondos, que este último año no han funcionado bien. El exceso de rentabilidad de ABP se debe principalmente a los activos alternativos en los que invierte.

Las compañías publican su ratio de cobertura (*funding ratio*) como medida de cumplimiento de sus compromisos con los pasivos, extrapolándose como medida de riesgo del fondo:

**Cuadro 10. Ratios de cobertura de los fondos de pensiones**

Ratio Cobertura	
ABP	110,6%
PFZW	106,6%
PMT	106,7%
BPF Bouw	125,1%
PME	108,3%

Fuente: Elaboración propia a partir de los informes anuales de 2021.

## 4.2. Suecia

### 4.2.1. El sistema de pensiones de Suecia

El sistema de pensiones sueco es una referencia a nivel mundial tras aprobar, en 1994, una reforma con la que se pretendía dar respuesta a los diferentes retos detectados en materia de sostenibilidad del sistema a largo plazo.

Esta reforma convirtió al sistema en mixto, combinando elementos de un sistema de reparto y elementos de un sistema de capitalización. Así, el sistema se basa en tres pilares, dos públicos y uno privado de empleo, más una pensión mínima garantizada para personas sin recursos.

Según el marco conceptual del Banco Mundial presentado en la introducción del presente capítulo, el sistema sueco se representa de la siguiente manera:

**Cuadro 11. Esquema del sistema de pensiones de Suecia**

Pilar Cero	Primer Pilar		Segundo Pilar Sistema ocupacional colectivo	Tercer Pilar Sistema individual
Garantiopension	Inkonstpension	Premiepension		
Pensión mínima no contributiva de carácter asistencial	Sistema público, de cotización definida no financiera y de reparto (16% de salario pensionable)	Sistema público, de capitalización financiera individual (2,5% salario pensionable)	Sistema privado, semi-obligatorio y de capitalización en el marco de la empresa	Sistema voluntario e individual, de capitalización

Fuente: Elaboración propia.

Los pilares del sistema sueco se desarrollan a continuación:

- **Pilar Cero:** conocido como *Garantiopension*. Se dirige a quienes no han cotizado lo suficiente o cuya pensión es inferior a un umbral mínimo. Su financiación es vía presupuestos.



- Primer Pilar: se divide en dos partes:
  - Por un lado, el *Inkonstpension*. De carácter público. Se trata de una pensión contributiva de reparto, bajo un sistema de cotización definida no financiera. Su financiación proviene de cotizaciones de empleadores y trabajadores, destinando el 16% del salario pensionable del empleado.

Las contribuciones financian las pensiones actuales, depositándose mensualmente en uno de los cuatro fondos de reserva que tiene el sistema público de pensiones (fondos AP1, AP2, AP3, AP4). Cada fondo recibe una cuarta parte de las contribuciones y financia una cuarta parte de los desembolsos. El exceso de contribuciones respecto a pagos permanece en estos fondos, y cualquier déficit los reduce.

A su vez, las cotizaciones efectivamente realizadas, a partir de la incorporación al mercado de trabajo y durante toda la vida laboral del trabajador, se registran en una cuenta individual ficticia, denominada cuenta nocional, que representa su derecho de pensión futura.

El importe de esta cuenta nocional individual se revaloriza anualmente de acuerdo con un tanto nocional, que en el caso sueco es un tipo teórico que trata de reflejar la evolución del salario promedio, pero con un mecanismo automático de corrección de los desequilibrios financieros (factor de sostenibilidad) que reduce el tipo de revalorización si se estima que los ingresos del sistema serán inferiores a las prestaciones.

En el momento de la jubilación se hace un cálculo de la pensión partiendo, por un lado, del total de cotizaciones de la vida laboral y sus rendimientos generados y, por otro, como denominador, un interés anticipado del 1,6% y la esperanza de vida al retirarse de la cohorte generacional del trabajador, por lo que este cálculo puede variar considerablemente en función de la edad de jubilación.

Además, la edad mínima de jubilación se va adaptando a la esperanza de vida, siendo en la actualidad los 62 años, aunque a partir de 2023 será de 63 años.

- Por otro lado, la *Premiepension*. También de carácter público y obligatorio, pero de capitalización financiera individual. Es decir, las aportaciones se invierten en los mercados financieros. Se financia con contribuciones de empresas y trabajadores, destinando en este caso el 2,5% del salario pensionable del empleado.

Cada trabajador elige, entre diferentes opciones de fondos de pensiones gestionados por entidades privadas, donde se invierten las aportaciones a su favor. Según los datos de la Agencia Sueca de Pensiones en su informe anual, en 2020 había 486 fondos elegibles. En el caso de no hacer una elección activa, se invierte automáticamente en el fondo AP7 Såfa, administrado por el gobierno.

Cuando se produce la jubilación, el capital acumulado en el fondo se divide entre un factor de conversión basado en pronósticos de esperanza de vida. Se tiene también en cuenta un tipo de interés del 1,75% y una deducción de gastos del 0,1%.

- Segundo pilar: un sistema privado de empleo semiobligatorio y complementario a la pensión pública. Generalmente es de carácter sectorial. Según la Agencia Sueca de Pensiones se estima que este cubre al 90% de trabajadores suecos, al que los empleadores destinan de media un 4,5% de la base salarial del trabajador. Son un elemento sustancial en la pensión, dado que representan alrededor del 30% de la misma.

Los sistemas de pensiones de empleo se administran por centros de selección, que ofrecen diferentes alternativas para depositar este ahorro. En todos los casos, se puede elegir entre depositar en un seguro tradicional o en unit-linked, y hay disponible una opción por defecto en caso de no realizar elección alguna.

Hay cuatro grandes sistemas de pensiones de empleo, que anteriormente eran de prestación definida y que se han convertido, o están en proceso de hacerlo, en sistemas de aportación definida. En todos se puede escoger entre diferentes posibilidades de seguro tradicional o unit-linked para depositar las aportaciones, y tienen una opción por defecto en caso de no realizar selección alguna. Los sistemas de pensiones de empleo son:

- a) ITP1 o ITP2: para empleados privados. El ITP1 es para los nacidos a partir de 1979, y el ITP2 para los nacidos antes de 1979 y será cerrado en el futuro.
- b) SAF-LO: para trabajadores por cuenta ajena con un convenio colectivo.
- c) KAP-KL: para empleados de municipios o regiones
- d) PA16: para empleados del gobierno.

Existen otros instrumentos de pensiones de empleo basados en acuerdos directos de las empresas sin convenios colectivos, o sectoriales, o de asociaciones profesionales.

- Tercer pilar: adicionalmente, los ciudadanos suecos pueden ahorrar a título individual a través de planes de pensiones o seguros de ahorro individuales. Este ahorro tiene asociados incentivos fiscales.

Así, en total, los trabajadores destinan en torno al 23% de su salario a financiar su futura pensión: un 18,5% se destina a los pilares públicos y un 4,5% al sistema privado de empleo. El 7% lo aporta el trabajador y el resto la empresa.

Con esta estructura, según el último informe de Tasas de sustitución para nuevos jubilados elaborado por la Agencia Sueca de Pensiones, y que corresponde a 2020, la tasa de sustitución que se logra se sitúa en promedio entre el 75% y el 86% del último salario. Si bien las personas con altos ingresos tienen una baja sustitución a través de la pensión general (38-42%), esto se compensa a través de la pensión ocupacional.

Por último, cabe mencionar la transparencia del sistema en el que la Agencia Sueca de Pensiones informa anualmente al trabajador del saldo acumulado de los dos sistemas contributivos y de una simulación de su futura pensión (sobre naranja).

#### 4.2.2. Dinámicas de inversión del segundo pilar en Suecia

Según se ha comentado en el apartado anterior, el segundo pilar en Suecia cubre al 90% de los trabajadores.

A continuación, además de analizar las inversiones de aquellas opciones por defecto que se asignan en cada uno de los cuatro grandes sistemas de empleo, también se analizan las inversiones del fondo AP7 Sâfa, que es en el que se invierte por defecto la parte de la pensión correspondiente al primer pilar (*Premiepension*), por corresponder a una parte de capitalización obligatoria.

#### **AP7 Sâfa**

Creado en 2010, el AP7 Sâfa es la opción por defecto de la *Premiepension*, lo que provoca que tenga más de 5 millones de partícipes y 970 mil millones de coronas suecas de patrimonio (cerca de 95 mil millones de euros).

El AP7 Sâfa es un fondo mixto de ciclo de vida<sup>4</sup> que invierte en bonos y en acciones nacionales e internacionales. Se trata de una combinación de dos fondos, AP7 Rântefond (renta fija) y AP7 Aktiefond (renta variable), que van adaptando su asignación en función de la edad.

**Cuadro 12. Distribución fondos en función de la edad (ciclo de vida)**

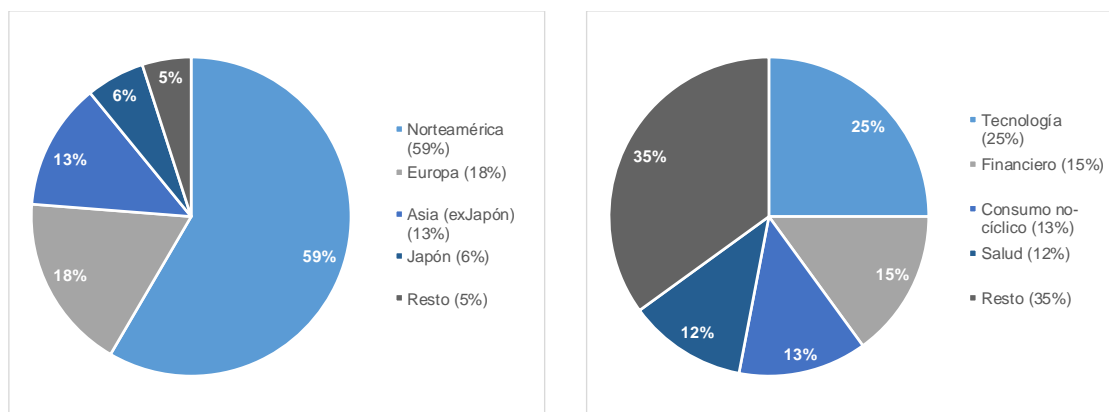
	0-55 años	56 años	60 años	65 años	70 años	75 años
AP7 Rântefond	0%	3%	17%	33%	50%	67%
AP7 Aktiefond	100%	97%	83%	67%	50%	33%

<sup>4</sup> Según el trabajador se va acercando a su jubilación, se reduce su posición en renta variable incrementando la ponderación en renta fija.

Fuente: Agencia Sueca de Pensiones.

Según los informes disponibles de AP7 a cierre de 2021, el fondo de renta variable AP7 Aktiefond invierte en una cartera con alta diversificación geográfica y sectorial de más de 3.000 acciones.

**Gráfico 19. Distribución inversiones de AP7 Aktiefond**



Fuente: Elaboración propia a partir de AP7 Sâfa.

La estrategia de selección y asignación de activos se hace mediante la inversión por factores, buscando la mejor combinación de rentabilidad ajustada al riesgo. En el AP7 Aktiefond se tienen presente los factores de, por un lado, calidad, a través de empresas con beneficios estables, bajo nivel de deuda, posición competitiva destacada y un gobierno corporativo sólido; y, por otro lado, valor, a través de la incorporación de acciones infravaloradas en relación a su valor fundamental.

El fondo no sólo invierte en acciones tradicionales cotizadas, si no que se complementa con la inversión en empresas no cotizadas y en *private equity*, utilizando fondos de inversión especializados para ello. La inversión en *private equity* supone el 4% del fondo. Además, puede utilizar derivados apalancándose hasta un máximo del 25%, aumentando así el nivel de riesgo.

En la estrategia de inversión destaca que el 99% de inversiones están fuera de Suecia, por lo que los movimientos de divisas pueden tener un impacto a corto plazo en el desempeño del fondo para los suecos. Una de sus decisiones al respecto es no cubrir divisa extranjera.

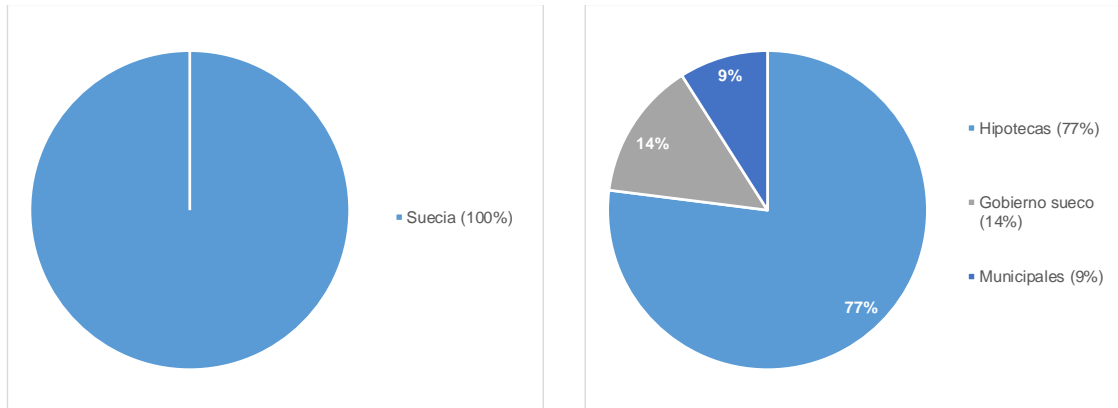
Otro aspecto del fondo que se está potenciando en los últimos años es su enfoque de sostenibilidad. Se entiende la sostenibilidad como una parte integral de la estrategia de inversión, y eso se traduce en que una parte de la cartera se invierta en empresas que ofrezcan soluciones a los problemas del agua, clima y medioambiente; y en que en la parte de *private equity* una parte se centre en las tecnologías medioambientales (también conocidas como *clean tech*).

Además, el fondo cuenta con diferentes exclusiones, tiene una lista negra de empresas que publica (93 empresas a final de 2021), vota en juntas generales (el 99% de las posibles en 2021) y abre diálogos con las empresas con el fin de

influir positivamente en materia de sostenibilidad. AP7 es firmante de los PRI desde 2008.

Por su parte, el fondo de renta fija AP7 Råntefond es un fondo de bajo riesgo que se limita a invertir en bonos gubernamentales o sociedades donde el estado sueco participe, hipotecas y bonos verdes, todos ellos emitidos en coronas suecas y con una duración media de la cartera de 3 años. También puede invertir en repo y depósitos.

**Gráfico 20. Distribución inversiones de AP7 Råntefond**



Fuente: Elaboración propia a partir de AP7 Såfa.

Este fondo se encarga de dar estabilidad en el perfil del ciclo de vida de la estrategia global AP7 Såfa.

### **Alecta Optimal Pension (ITP)**

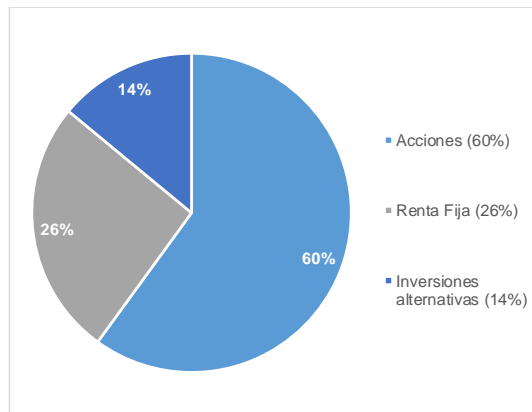
En el caso del sistema de empleo ITP1, la elección por defecto es depositar los fondos en la compañía de seguros Alecta en un seguro tradicional sin protección de reembolso llamado Alecta Optimal Pension de aportación definida.

Creado en 2007, según los datos del informe anual de 2021, el Alecta Optimal Pension tiene 211 mil millones de coronas suecas (20,6 mil millones de euros) bajo gestión y 1 millón de asegurados.

Este seguro se estructura con componentes de ciclo de vida. Así, hasta los 63 años la estructura de inversión es de un 60% en acciones, un 30% en renta fija y un 10% en activos alternativos. En el momento de cumplir los 63 años, la renta variable pasa a ser un 50% y la renta fija un 40%. Finalmente, en el momento de la jubilación o como muy tarde a los 65 años, el porcentaje de renta variable se sitúa en el 40% y el de renta fija en el 50%.

Seguidamente se representa la composición de las inversiones del Alecta Optimal Pension según el informe anual correspondiente a 2021:

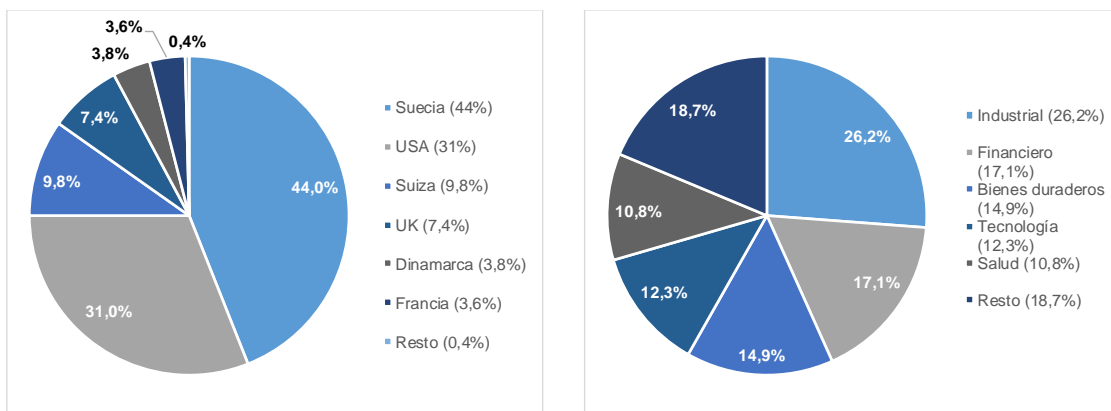
**Gráfico 21. Distribución inversiones Alecta Optimal Pension**



Fuente: Elaboración propia a partir de Alecta.

La cartera de acciones incluye tanto empresas de gran y mediana capitalización, como *small caps* (compañías de baja capitalización). En el informe de tendencias correspondiente a 2021, se indican algo más de 110 compañías.

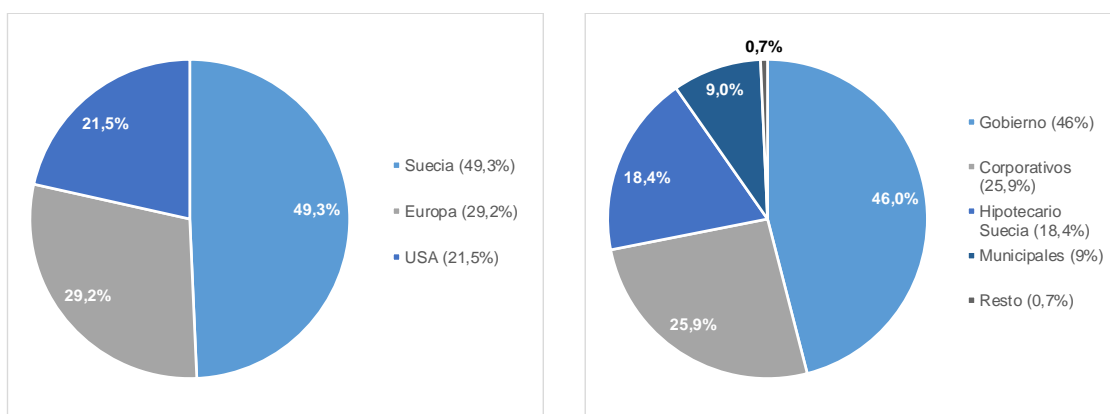
**Gráfico 22. Distribución geográfica y sectorial de renta variable de Alecta Optimal Pension**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de Alecta.

Por lo que respecta a la parte de la cartera de renta fija, cabe mencionar que más del 70% tiene una calificación crediticia superior a AA. En total, el 82% se sitúa por encima de grado de inversión, siendo el resto activos con rating BB o sin rating. Por tanto, la calidad y solvencia de los emisores mantenidos en cartera es muy alta.

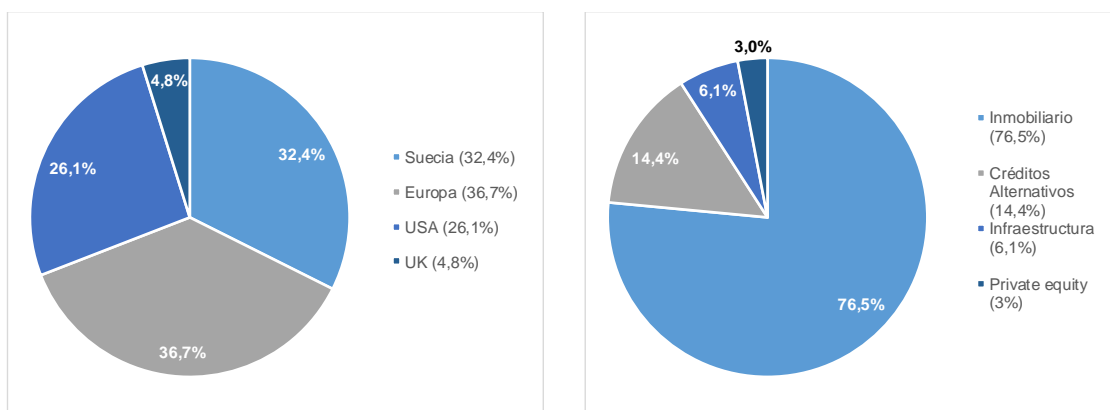
**Gráfico 23. Distribución geográfica y sectorial de la renta fija de Alecta Optimal Pension**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de Alecta.

La parte invertida en activos alternativos está formada principalmente por la parte inmobiliaria, aunque también incluye créditos alternativos sujetos a un mayor riesgo de mercado que los bonos tradicionales, inversiones en infraestructuras y *private equity*.

**Gráfico 24. Distribución geográfica y sectorial de los activos alternativos de Alecta Optimal Pension**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de Alecta.

Por otro lado, pueden incluir instrumentos derivados con el fin de reducir riesgos.

Al respecto del tratamiento de la divisa, al cierre del ejercicio 2021 un 48% de los activos están denominados en divisa diferente a la corona sueca. En este producto se cubre divisa, por lo que finalmente queda una exposición del 18,5%.

La estrategia de inversión busca un equilibrio también con la sostenibilidad. Las empresas en cartera deben seguir los principios de las convenciones internacionales a las que Suecia está adherida como estado.

En la parte inmobiliaria, como tenedor de inmuebles significativo en Suecia, también incorpora cuestiones medioambientales referente al consumo de energía, uso de materiales y gestión de residuos.

El Alecta Optimal Pension cuenta con diferentes exclusiones, vota en juntas generales, abre diálogos con empresas y es miembro de diferentes iniciativas y colaboraciones de la industria financiera (CDP, Montreal Pledge), siendo firmante de los PRI en 2016.

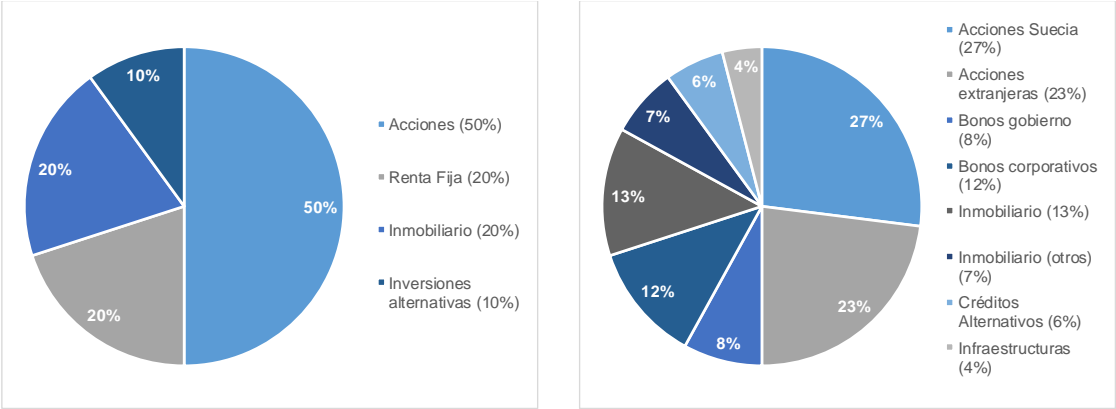
**AMF (SAF-LO)**

En el caso del sistema de empleo SAF-LO, la elección por defecto es depositar los fondos en la compañía de seguros AMF en un seguro tradicional con garantía y sin protección de reembolso.

Según los datos del informe anual de 2021, este seguro tradicional tiene aproximadamente 3,6 millones de asegurados y 622 mil millones de coronas suecas (60,7 mil millones de euros) bajo gestión.

La cartera de referencia de AMF se basa en un 45% de acciones, un 25% de renta fija, un 20% de inmobiliario y un 10% de inversiones alternativas. Seguidamente se muestra la cartera al cierre del año 2021, por tipología de activos y desagregada:

**Gráfico 25. Distribución de inversiones de AMF por tipología general y desagregadas**



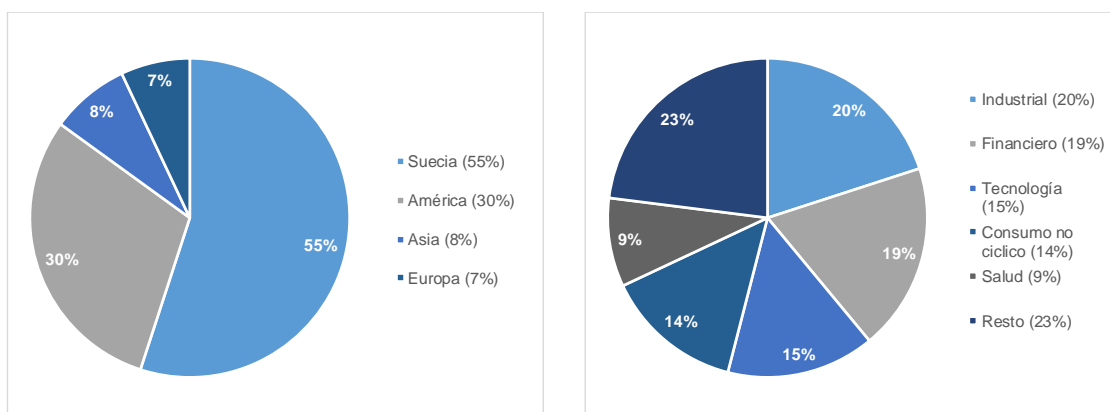
Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de AMF.

Los principios de inversión son: una gestión activa, sostenible (esperando que con el tiempo redunde en más rentabilidad y menos riesgo) y a largo plazo.

La cartera de acciones tal y como la contempla AMF también incluye la parte de *private equity*, y la integra cerca de 500 compañías.



**Gráfico 26. Distribución geográfica y sectorial de la renta variable de AMF**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de AMF.

Por lo que respecta a la parte de la cartera de renta fija, la duración media de la cartera al cierre de 2021 se sitúa en 2,6, y toda la inversión se sitúa por encima de grado de inversión, exceptuando las emisiones sin rating, situadas sobre el 20%. Por tanto, la solvencia de los emisores mantenidos en cartera es muy alta.

En cuanto a la inversión inmobiliaria, el 87% de la misma se sitúa en inmuebles localizados en Suecia, principalmente en Estocolmo, el 8% en Finlandia y el 5% restante en Noruega.

El seguro tradicional de AMF puede tener derivados en cartera y se pueden utilizar tanto para añadir como para reducir el riesgo. La mayor parte de instrumentos derivados consiste en futuros de divisas y tipos de interés. Además, se utilizan instrumentos derivados estandarizados, como futuros sobre índices, dentro de la gestión de acciones.

La exposición cambiaria surge a través de las inversiones en valores extranjeros, bienes raíces y activos alternativos. La exposición se gestiona activamente con la ayuda de futuros de divisas. Al cierre del año 2021 la exposición del seguro tradicional se sitúa sobre el 6%.

Por su parte, la sostenibilidad se enfoca en tres áreas: reducir impacto climático (ODS 13), mantener un alto nivel de ética empresarial (ODS 8) y trabajar para aumentar la diversidad e igualdad (ODS 5). Adicionalmente, se mantienen diálogos directos con las empresas, se vota en juntas y se adhieren a iniciativas de la industria, siendo firmantes de los PRI desde 2009. A su vez, existen exclusiones de sectores o empresas. Se clasifica como artículo 8 de la SFDR.

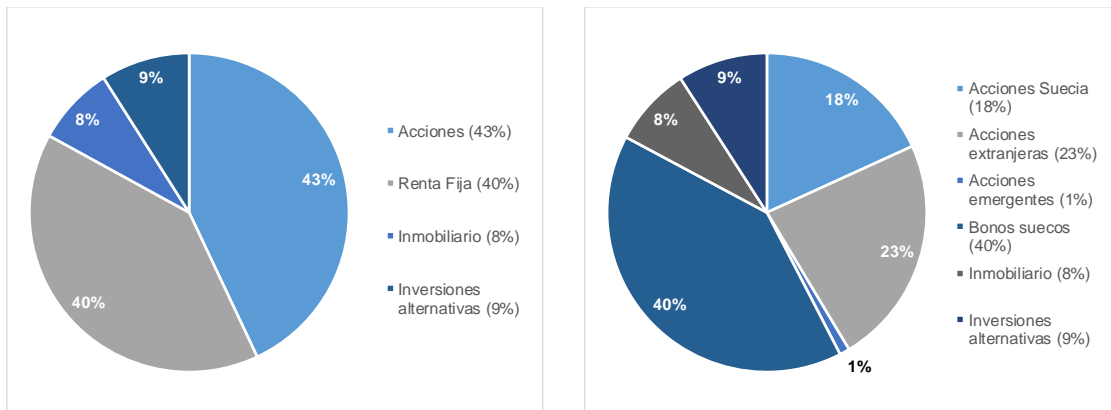
### **KPA (KAP-KL)**

En el caso del sistema de empleo KAP-KL (AKAP-KL, PA-KFS 09), la elección por defecto es depositar los fondos en la compañía de seguros KPA en un seguro tradicional con garantía y protección de reembolso.

Según los datos del informe anual de 2021, este seguro tradicional tiene 264 mil millones de coronas suecas (25,8 mil millones de euros) bajo gestión y 1,8 millones de asegurados.

Seguidamente se representa la composición de las inversiones del seguro tradicional de KPA según el informe anual correspondiente a 2021:

**Gráfico 27. Distribución inversiones KPA por tipología general y desagregadas**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de KPA.

Según la política de inversión de KPA el objetivo de inversión debe ser en promedio un 3% de rendimiento real medido en un periodo de 10 años.

Respecto a la renta fija de la cartera, se compone de deuda pública sueca, titulizaciones hipotecarias, bonos municipales, corporativos y bonos verdes. Sólo se permite la inversión en valores con grado de inversión (mínimo BBB-). Así, el 85% se sitúa en grado inversión, mientras que hay un 15% sin rating. La duración modificada es del 4%.

La parte inmobiliaria corresponde a propiedades ubicadas en las principales ciudades suecas.

Las inversiones alternativas incluyen infraestructuras, bienes raíces (propiedades indirectas) y bosques. Principalmente radicadas en Suecia o el resto de países nórdicos.

La exposición a divisas se gestiona activamente a través de futuros y swaps de divisas. Al cierre del año 2021 la exposición a divisas se sitúa sobre el 16%.

Cabe destacar que a partir de mayo de 2022 entra en vigor una modificación significativa consistente en implementar elementos de ciclo de vida en el producto, que hasta este momento han sido inexistentes. Así, el producto se divide en tres etapas y se adapta el peso de la renta variable y renta fija en función de la edad. Las fases del ciclo de vida en este producto son hasta los 51 años, entre los 51 y los 59 años, y a partir de los 59 años.

Por su parte, la sostenibilidad forma parte de los objetivos de inversión de la compañía, y se enfoca en diferentes ODS: salud y bienestar (ODS 3), igualdad

de género (ODS 5), trabajo decente y crecimiento económico (ODS 8), ciudades y comunidades sostenibles (ODS 11), producción y consumo responsables (ODS 12) y acción por el clima (ODS 13).

Todas las inversiones se hacen siguiendo criterios éticos. Hay diversas exclusiones según la tipología de industria y tiene una lista negra de empresas que publica. También se establecen criterios de influencia en materia de medio ambiente, clima, derechos humanos y anticorrupción.

En la parte inmobiliaria, aplican la sostenibilidad, ya sea mediante exclusiones a determinados negocios en el alquiler, como compensando emisiones de las propiedades y acercando los edificios a la neutralidad.

Adicionalmente, se vota en juntas y forman parte de diversas iniciativas de la industria.

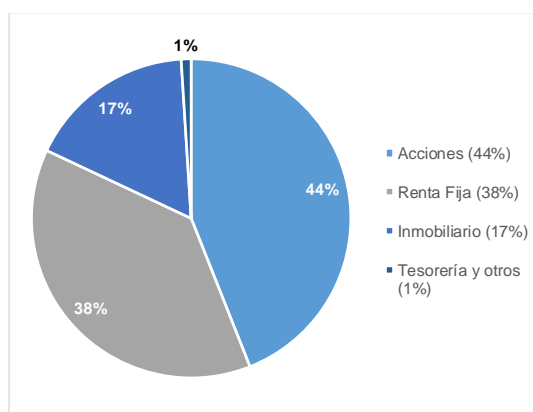
### **Kåpan (PA16)**

En el caso del sistema de empleo PA16, la elección por defecto es depositar los fondos en la compañía de seguros Kåpan en un seguro tradicional con garantía y sin protección de reembolso.

Según los datos del informe anual de 2021, este seguro tradicional tiene 136 mil millones de coronas suecas (13,3 mil millones de euros) bajo gestión y 850.000 asegurados.

Seguidamente se representa la composición de las inversiones del seguro tradicional de Kåpan según el informe anual correspondiente a 2021:

**Gráfico 28. Distribución de inversiones de Kåpan**

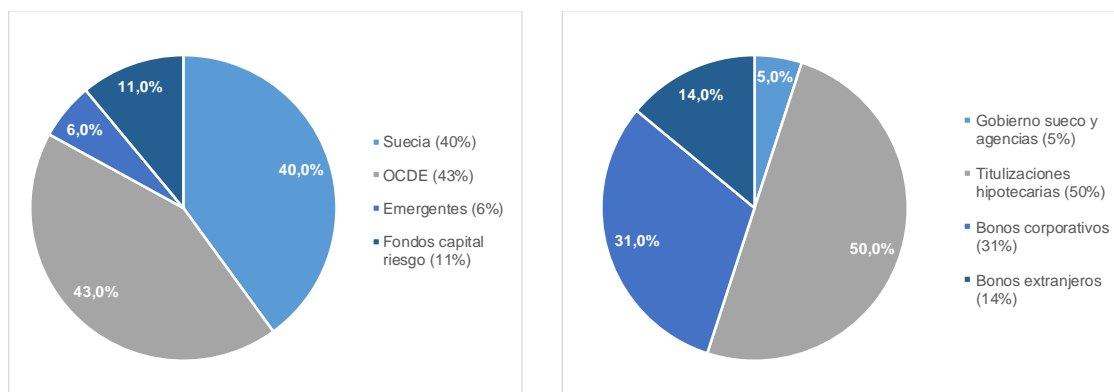


Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de Kåpan.

Se asignan bandas de inversión en función de la tipología de activos en la cartera de referencia según la política de inversiones de 2021, siendo 25-45% para acciones, 40-70% para renta fija y 5-20% para inmobiliario. En 2022 han reajustado los parámetros de asignación, a 30-50% para acciones y 35-65% para renta fija, manteniendo igual la parte inmobiliaria.

La cartera de acciones y de renta fija tiene la siguiente distribución.

**Gráfico 29. Distribución de inversiones renta variable y renta fija de Kåpan**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual 2021 de Kåpan.

En la parte de renta variable destaca el porcentaje dedicado a fondos de capital riesgo.

Por lo que respecta a la cartera de renta fija destaca que se realizan coberturas de divisa de todos los bonos en divisa extranjera, excepto los expuestos a mercados emergentes.

En cuanto a la parte de la cartera inmobiliaria se compone de un 76% propiedades, un 11% de infraestructuras y un 13% de bosques y tierra.

El riesgo de divisa estaba cubierto al 48% y quedaba situado en el 18% (no puede exceder el 20% según política de inversión). Al ser 2021 un mal año para la divisa sueca la cobertura ha tenido un efecto negativo en las inversiones

En cuanto al producto, de forma global se aplica un ciclo de vida donde hasta los 49 años el componente de renta variable supone un 57%, de los 50 a los 59 años supone un 43% y a partir de los 60 años un 31%.

En 2022 se ha realizado un reagrupamiento de ciclo de vida, dividiendo a los asegurados en menores de 55 años, entre 55 y 64 y a partir de 65, en vez de los grupos anteriormente establecidos. Sin embargo, los ajustes en las inversiones para poder hacer esta nueva división se aplicaron en la segunda parte de 2021.

A nivel de sostenibilidad, evitan determinados sectores, así como empresas con bajas calificaciones de sostenibilidad dentro de su industria, o bien aquellas que un porcentaje de ventas se derive de carbón o petróleo, o bonos gubernamentales de países que no reconocen principios democráticos básicos.

Para acciones no cotizadas, fondos, propiedades inmobiliarias, disponen de un cuestionario para identificar los procesos de sostenibilidad de esas inversiones.

A nivel de iniciativas de la industria, son firmantes de los PRI desde 2020.

## **Datos de Rentabilidad y Riesgo**

Para homogeneizar los datos de rentabilidad, dado que en la mayoría de casos hay componentes de ciclo de vida, se muestran las rentabilidades a través del comparador Konsumenternas Försäkringsbyrå, al cual dirige la Agencia Sueca de Pensiones, cuyo criterio es calcular los retornos suponiendo una edad del asegurado de 35 años.

**Cuadro 13. Rentabilidades históricas últimos 10 años cerrados**

	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
ITP (Alecta)	23,8	6,9	19,8	-3,3	9,0	5,8	8,8	14,9	17,4	16,8
SAF-LO (AMF)	20,6	8,2	18,5	1,2	8,4	7,9	7,9	11,9	9,5	8,8
KAP-KL (KPA)	14,6	5,1	11,2	0,5	4,7	6,6	3,3	13,3	8,2	7,2
PA 16 (Kapan)	23,2	6,6	17,5	-0,1	8,7	7,3	3,0	12,7	12,0	8,0

	TAE 3 años	TAE 5 años	TAE 10 años
ITP (Alecta)	16,6	10,8	11,6
SAF-LO (AMF)	15,6	11,1	10,2
KAP-KL (KPA)	10,2	7,1	7,4
PA 16 (Kapan)	15,5	10,9	9,7

Fuente: Elaboración propia a partir de Konsumenternas Försäkringsbyrå

Las compañías publican su ratio de solvencia como medida de riesgo, situándose según el siguiente cuadro a cierre de 2021:

**Cuadro 14. Ratios de solvencia de los seguros tradicionales**

	Ratio Solvencia
ITP (Alecta)	272%
SAF-LO (AMF)	232%
KAP-KL (KPA)	204%
PA 16 (Kapan)	229%

Fuente: Elaboración propia a partir de los informes de 2021.

Por tanto, presentan en todos los casos más del doble del capital requerido.

## **4.3. Reino Unido**

### **4.3.1. El sistema de pensiones de Reino Unido**

El Reino Unido es cuna de una tipología de modelo de Estado de Bienestar, la *beveridgiana*. El sistema de pensiones de Reino Unido se configura como un sistema mixto, que combina elementos de un sistema de reparto y elementos de un sistema de capitalización.

Según el marco conceptual del Banco Mundial presentado en la introducción del presente capítulo, el sistema británico se representa de la siguiente manera:

**Cuadro 15. Esquema del sistema de pensiones de Reino Unido**

Pilar Cero	Primer Pilar	Segundo Pilar	Tercer Pilar
Guarantee Credit	New State Pension	Sistema ocupacional colectivo	Sistema individual
Pensión mínima no contributiva de carácter asistencial	Sistema público, contributivo vinculado a los años cotizados, no a los ingresos	Sistema privado, semi-obligatorio y de capitalización en el marco de la empresa	Sistema voluntario e individual, de capitalización

Fuente: Elaboración propia.

El sistema se basa en tres pilares, dos públicos y uno privado de empleo, más una pensión mínima garantizada para personas sin recursos, que se desarrollan a continuación:

- **Pilar Cero:** conocido como *Guarantee credit*. Es una pensión asistencial no contributiva disponible para aquellas personas con ingresos bajos mayores de 63 años. Se financia a través de impuestos.
- **Primer Pilar:** desde el año 2016 se denomina *New State pension*, consistente en una renta única cuyo importe se revisa anualmente. La cuantía actual se basa únicamente en los años cotizados y no en los ingresos. Anteriormente había dos niveles, básico y adicional según ingresos.

Para tener derecho a recibir el importe íntegro correspondiente al primer pilar, se necesitan 35 años de cotizaciones. En caso de haber cotizado menos tiempo, se recibe un importe proporcional a lo cotizado. De media, la cotización efectiva se sitúa alrededor del 21%, distribuyéndose el 12% a cargo de la empresa y el 9% del trabajador.

La revalorización anual del importe corresponde al mayor entre el incremento de salarios, el índice de precios al consumo o un 2,5%. La cuantía total de esta pensión en 2021 es de 179,60 libras esterlinas por semana.

Cabe mencionar que históricamente la edad de jubilación para hombres y mujeres era diferente (65 años para los hombres y 60 años para las mujeres), aunque se igualó en 2018. En la actualidad, la edad de jubilación está aumentando gradualmente, situándose en los 66 años desde finales de 2020, y se aumentará a 67 años entre 2026 y 2028.

- **Segundo Pilar:** es un sistema ocupacional colectivo de capitalización ligado a la empresa. Es semi-obligatorio, y se ha potenciado desde 2012 mediante la implementación de medidas relacionadas con la economía conductual, como la obligación de las empresas, cualquiera que sea su número de trabajadores, de suscribir un plan de pensiones para todos los empleados mayores de 22 años y con ingresos superiores a 10.000 libras anuales. Esto lo ha convertido en un caso de éxito.

Antes de la implantación de la automatización de la inscripción (*automatic enrolment*) los trabajadores con planes de pensiones de empleo habían pasado de ser el 62% en 2006 (12 millones) al 55% en 2012 (10,7 millones). Según las estadísticas del Ministerio de Trabajo y Pensiones británico este sistema ha elevado el porcentaje de empleados al 88% en 2020 (19,4 millones), consiguiendo la mejora de la participación de todos los grupos de edad, igualando la participación de hombres y mujeres y potenciando el ahorro de los trabajadores con rentas más bajas.

La aportación mínima obligatoria desde 2019 se sitúa en el 8%, aportando el 3% el empresario, el 4% el empleado y el 1% restante el Estado a través de la deducción fiscal de las aportaciones, y que se incluye como aportación extra al plan de pensiones.

La salida voluntaria del plan puede solicitarse durante el primer mes, y se ofrece una vez al año. A su vez, pueden reinscribirse y los empresarios deben revisar la situación de sus trabajadores cada tres años recordando la opción de acceso. Los datos indican que sólo el 9% renuncia a la inscripción. Si salen, aunque recuperan el 4% que aportan, pierden el otro 4% de aportaciones.

Para aquellas empresas sin plan propio, el Estado ha articulado un plan de pensiones llamado National Employment Savings Trust (NEST), disponible para cualquier empresa. El plan tiene a más del 70% de trabajadores inscritos y más del 50% de las empresas.

A su vez, con el fin de seguir potenciando el producto, desde 2015 se han limitado las comisiones de administración y gestión al 0,75% del patrimonio gestionado.

- Tercer Pilar: planes de pensiones individuales, con una aseguradora para ahorrar para su jubilación. Se permite hacer planes personales auto-invertidos (SIPP), que dotan a la persona de mayor libertad de elección sobre sus inversiones.

Este diseño del modelo de pensiones ha conseguido alcanzar un patrimonio gestionado superior al PIB del país y situar al Reino Unido como el tercer mayor mercado del mundo en activos bajo gestión, tras Estados Unidos y Japón.

La tasa de sustitución media del Reino Unido se sitúa alrededor del 60%, con la pensión pública representando el 30% aproximadamente.

#### **4.3.2. Dinámicas de inversión del segundo pilar en Reino Unido**

En este trabajo se analizan las diferentes opciones de inversión que se pueden seleccionar en el Nest, que es la herramienta promovida por el gobierno. Nest tiene bajo gestión 23,1 billones de libras esterlinas al cierre de 2021, y 10,8 millones de partícipes (aproximadamente un tercio de la mano de obra de Reino Unido).

Dentro del Nest se pueden seleccionar diferentes fondos. Así, se puede optar por un fondo ciclo de vida (hay más de 50 posibilidades en función del año previsto de jubilación), uno ético, otro que cumple la ley islámica de inversión, uno más arriesgado y, por último, otro más conservador, además de opciones de jubilación para personas entre 60 y 70 años.

A continuación, se analizan a nivel de inversiones cada una de las posibilidades de elección disponibles en el NEST. En este caso, como la política de sostenibilidad es común a todas las opciones, se analizará por separado este apartado, y no en cada una de ellas.

### **Nest Retirement Date Fund (Nest 2040)**

Más del 99% de los partícipes que están en Nest, invierten en los fondos de fecha de jubilación, que se configura como un fondo ciclo de vida.

Cuando alguien selecciona esta opción, se le asigna el fondo que coincida con el año en que se cree que comenzará a realizar el retiro de los ahorros de pensión. Eso se establece automáticamente en la edad de pensión estatal. Por este motivo, hay cerca de 50 posibilidades en función del año previsto de jubilación (actualmente entre 2021 y 2067).

Adicionalmente se utiliza un enfoque de cuatro fases:

- Fase de fundación: esta fase dura cinco años y está diseñada para ayudar a los miembros más jóvenes a adquirir el hábito de ahorrar regularmente. El enfoque es hacer crecer los ahorros de manera constante según el coste de la vida y evitar pérdidas de dinero bruscas.
- Fase de crecimiento: es la fase central de la estrategia de inversión. El objetivo en esta fase es superar el aumento del coste de la vida, y agregar un 3% adicional después de comisiones. Esta fase dura aproximadamente 30 años, por lo que constituye la parte principal del enfoque de inversión.
- Fase de consolidación: aproximadamente diez años antes de la fecha de jubilación de Nest, se inicia la rotación de activos de los mercados de mayor riesgo. La estrategia de inversión continúa siendo superar el aumento del coste de vida, aunque es menos probable que haya grandes revalorizaciones.
- Fase posterior a la jubilación: se transfieren los fondos a los productos de desacumulación de Nest.

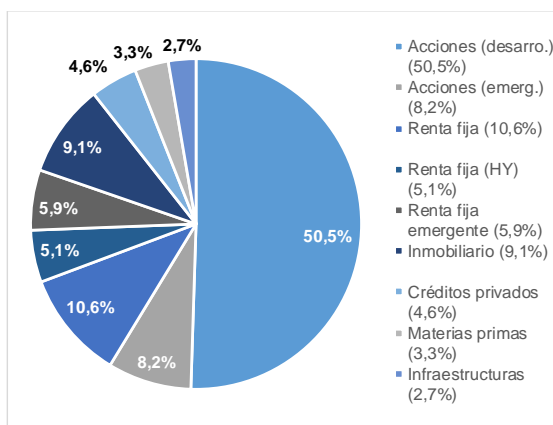
Para el análisis de inversión de este trabajo se toma como referencia el fondo de 2040, por considerarse el representativo de la fase de crecimiento.



El benchmark del fondo se considera el IPC + 3%. La volatilidad media a largo plazo esperada en esta opción es del 11%. El fondo invierte todo su patrimonio a través de fondos de inversión.

Seguidamente se muestra la tipología de activos en los que invierte y su distribución al cierre de 2021.

**Gráfico 30. Distribución de inversiones por tipología del Nest 2040**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe trimestral de inversiones del Nest 4Q2021.

Los fondos de inversión en los que invierte el Nest 2040 son los siguientes:

**Gráfico 31. Tenencias de fondos del Nest 2040**

Fondo	Porcentaje
<b>Nest 2040 Retirement Fund</b>	<b>100.0%</b>
Allspring/Nest Global Investment Grade Corporate Bond Strategy	6.4%
Allspring/Nest Global Short Duration Investment Grade Credit Strategy	0.5%
Amundi Funds Global Emerging Blended - IE	5.9%
Amundi Global Commercial Real Estate Debt Fund	1.0%
BlackRock GBP Infrastructure Debt Fund GP LLP	1.5%
BlackRock ICS Sterling Liquid Environmentally Aware Fund (LEAF)	1.3%
BNP Diversified Private Credit Fund S.C.Sp. SICAV-RAIF	1.6%
CBRE Caledon Capital Management	0.7%
CoreCommodity/Nest Program	3.3%
JPMorgan Life High Yield Opportunities Fund	5.2%
LGIM Global Real Estate Equity Index Fund	3.3%
LGIM Hybrid Property (70:30) Fund	5.8%
Northern Trust/Nest Climate Aware Emerging Market Equities Strategy	8.2%
Octopus Renewables Infrastructure SCSp	1.2%
Royal London UK Corporate Bond Fund	3.7%
UBS/Nest Climate Aware Equities Strategy	50.5%

Fuente: Underlying Holdings 4Q 2021 (Nest).

### **Nest Ethical Fund**

La diferencia con el resto de opciones es que el Nest Ethical Fund únicamente invierte en aquellas empresas u opciones de inversión que superan los estándares de política ética determinados por Nest. Esto es, no sólo realiza exclusiones, si no que invierte en organizaciones que realizan una contribución positiva a la sociedad.

Este fondo también se configura bajo una estrategia de ciclo de vida, con fases equivalentes a las expuestas en el producto anterior. Sin embargo, en este caso, la instrumentación de las mismas difiere. Así, en la opción anterior, con un único fondo se hacía la transición por todas las fases del ciclo de vida puesto que se realizaba la adscripción al fondo en función del año previsto de jubilación, en esta opción cada una de las fases (fundación, crecimiento y consolidación) tiene un fondo asociado, con una distribución de inversiones concreta, y al que se va asignando proporcionalmente el ahorro en función de los años restantes para la jubilación de acuerdo a la siguiente tabla:

**Gráfico 32. Distribución fondos en función de la edad (ciclo de vida)**

Years from retirement	Ethical Foundation (%)	Ethical Growth (%)	Ethical Consolidation (%)
46 years+	100	-	-
42	80	20	-
41	60	40	-
40	40	60	-
39	20	80	-
38	-	100	-
10	-	90	10
9	-	80	20
8	-	70	30
7	-	60	40
6	-	50	50
5	-	40	60
4	-	30	70
3	-	20	80
2	-	10	90
1	-	0	100

Fuente: Nest.

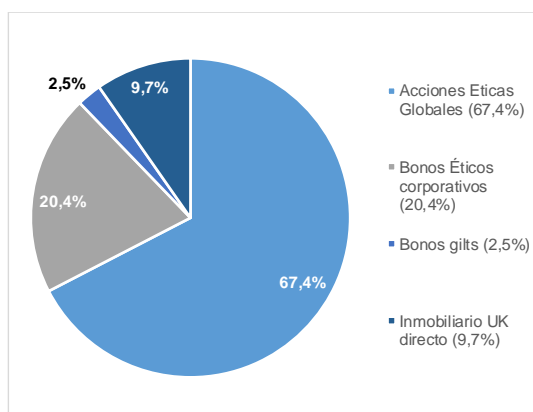
Para el análisis de inversión de este trabajo se toma como referencia el fondo de la fase de crecimiento, para homogeneizar con el resto de productos.

El fondo pretende conseguir rentabilidades similares a los fondos de fecha de jubilación, pero al ser menos diversificado, es más volátil.

El benchmark del fondo se considera el IPC + 3%. La volatilidad media a largo plazo esperada en esta opción es del 13%. El fondo invierte todo su patrimonio a través de diferentes fondos de inversión.

Seguidamente se muestra la tipología de activos en los que invierte y su distribución según el informe trimestral de inversiones correspondiente al último trimestre de 2021:

**Gráfico 33. Distribución de inversiones por tipología del Nest Ethical Growth Fund**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe trimestral de inversiones del Nest 4Q2021.

Los fondos de inversión en los que invierte son los siguientes:

**Gráfico 34. Tenencias de fondos de la gama Nest Ethical**

<b>Nest Ethical Consolidation Fund</b>	<b>100.0%</b>
BMO Responsible Global Equity Fund	20.2%
BMO Responsible Sterling Bond Fund	64.8%
LGIM Mar 2022 Gilt Fund	15.0%
<b>Nest Ethical Foundation Fund</b>	<b>100.0%</b>
BMO Responsible Global Equity Fund	46.2%
BMO Responsible Sterling Bond Fund	31.6%
LGIM Managed Property Fund	8.3%
LGIM Mar 2022 Gilt Fund	13.9%
<b>Nest Ethical Growth Fund</b>	<b>100.0%</b>
BMO Responsible Global Equity Fund	67.4%
BMO Responsible Sterling Bond Fund	20.4%
LGIM Managed Property Fund	9.7%
LGIM Mar 2022 Gilt Fund	2.5%

Fuente: Underlying Holdings 4Q 2021 (Nest).

### **Nest Higher Risk Fund**

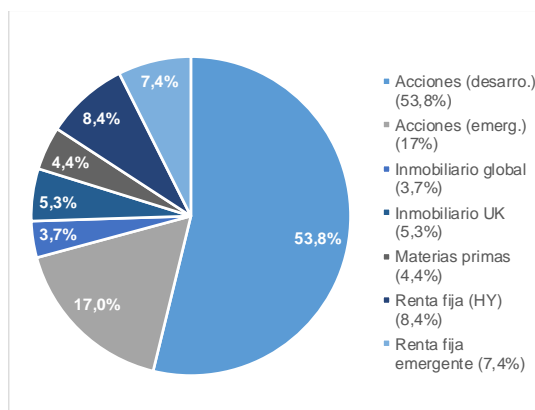
Esta estrategia tiene un riesgo superior que los fondos de fecha de jubilación, con la expectativa de obtener un mayor retorno. La proporción de renta variable en este fondo es superior a los fondos de fecha de jubilación.

Al seleccionar esta estrategia se debe decidir adicionalmente si se quiere o no un componente de ciclo de vida. El componente de ciclo de vida se logra con un traspaso automático al fondo de fecha de jubilación correspondiente diez años antes de la fecha de jubilación. Si no se quiere el componente de ciclo de vida, se mantiene la estrategia escogida salvo cambios voluntarios a otra alternativa.

La volatilidad media a largo plazo esperada en esta opción es del 17%. El fondo invierte todo su patrimonio a través de diferentes fondos de inversión.

Seguidamente se muestra la tipología de activos en los que invierte y su distribución según el informe trimestral de inversiones correspondiente al último trimestre de 2021:

**Gráfico 35. Distribución de inversiones por tipología del Nest Higher Risk Fund**



Fuente: Informe trimestral de inversiones del Nest 4Q2021.

Los fondos de inversión en los que invierte son los siguientes:

**Gráfico 36. Tenencias de fondos del Nest Higher Risk Fund**

Fondo	Porcentaje
<b>Nest Higher Risk Fund</b>	<b>100.0%</b>
Amundi Funds Global Emerging Blended - IE	7.4%
CoreCommodity/Nest Program	4.4%
JPMorgan Life High Yield Opportunities Fund	8.4%
LGIM Global Real Estate Equity Index Fund	3.7%
LGIM Hybrid Property (70:30) Fund	5.3%
Northern Trust/Nest Climate Aware Emerging Market Equities Strategy	17.0%

Fuente: Underlying Holdings 4Q 2021 (Nest).

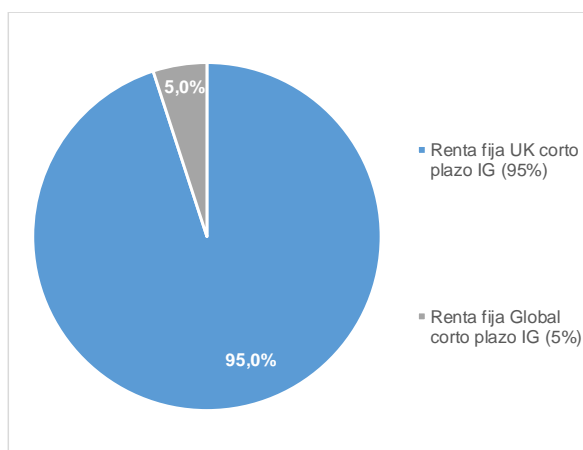
### **Nest Lower Growth Fund**

Esta estrategia pretende mantener el valor original de lo aportado a largo plazo, sin buscar grandes retornos, por lo que es poco probable que se revalorice más que la inflación. Por tanto, pese a que pueda incrementar de valor, probablemente se pierda poder adquisitivo. Sólo invierte en bonos.

La volatilidad media a largo plazo esperada en esta opción es del 0,5%. El fondo invierte todo su patrimonio a través de diferentes fondos de inversión.

Seguidamente se muestra la tipología de activos en los que invierte y su distribución según el informe trimestral de inversiones correspondiente al último trimestre de 2021:

**Gráfico 37. Distribución de inversiones por tipología del Nest Lower Growth Fund**



Fuente: Elaboración propia a partir del informe trimestral de inversiones del Nest 4Q2021.

Los fondos de inversión en los que invierte son los siguientes:

**Gráfico 38. Tenencias de fondos del Nest Lower Growth Fund**

Fondo	Porcentaje
<b>Nest Lower Growth Fund</b>	<b>100.0%</b>
Allspring/Nest Global Short Duration Investment Grade Credit Strategy	5.0%
BlackRock Institutional Sterling Ultra Short Bond Fund	50.1%
Royal London Investment Grade Short Dated Credit Fund	44.9%

Fuente: Underlying Holdings 4Q 2021 (Nest).

### **Nest Sharia Fund**

Esta estrategia realiza la selección de activos basada en la ley islámica, y su único principio es que cumplan con la Sharia, que considera que no se debe ganar dinero con dinero, es decir, con interés. Para que una inversión pueda formar parte debe ser certificada por un comité de expertos con profundos conocimientos sobre ley islámica y finanzas.

No se invierte en empresas que ganan dinero con el alcohol, la pornografía o los productos derivados del cerdo. También se evitan inversiones que pagan o reciben intereses, como préstamos de empresas o del gobierno. Este enfoque significa que se invierte en una única tipología de activos, lo que conlleva un mayor riesgo de inversión.

La volatilidad media a largo plazo esperada en esta opción es del 22%.

Los fondos de inversión en los que invierte son los siguientes:

**Gráfico 39: tenencias de fondos del Nest Sharia Fund**

Fondo	Porcentaje
<b>Nest Sharia Fund</b>	<b>100.0%</b>
HSBC Islamic Global Equity Index Fund	100.0%

Fuente: Underlying Holdings 4Q 2021 (Nest).

## **Sostenibilidad**

Las opciones de inversión tienen en común una política de exclusión de determinadas actividades e industrias, como tabaco y armas, y están en proceso de excluir a empresas relacionadas con combustibles fósiles, con el fin de conseguir cero emisiones netas de carbono.

A nivel climático existe una hoja de ruta con diferentes objetivos, tales como: invertir en energías renovables y tecnología verde, hacer la transición de la cartera al límite de calentamiento global de 1,5°, abrir diálogos con empresas en las que se invierte para que actúen de forma sostenible, reducir las inversiones a los mayores contaminantes de gases de efecto invernadero, dejar de invertir en los combustibles fósiles más dañino, trabajar para reducir el impacto de la cartera en la naturaleza y la biodiversidad, dejar de trabajar con empresas y gestoras de fondos que no estén alineadas con el Acuerdo de París, adherirse a iniciativas ambientales como Climate Action 100+, presionar para que el sector de pensiones del Reino Unido sea más transparente sobre su contribución al cambio climático.

Seleccionan a las gestoras de fondos de inversión externas incorporan factores ASG en su enfoque de inversión, buscando la alineación de principios con los de Nest.

Se vota en juntas, y se publica un informe con el sentido de los votos de todas las gestoras. Además, se tienen diferentes proveedores para gestionar los diferentes riesgos ASG, y evitar que haya cuestiones no contempladas en las inversiones que realizan.

Por otro lado, en las inversiones en deuda corporativa y en infraestructuras se ayuda a financiar proyectos en energías renovables y conversión de residuos.

El Nest es firmante de los PRI desde 2011.

## **Datos de Rentabilidad y Riesgo**

En los siguientes cuadros se presentan los datos de rentabilidad de las diferentes estrategias que se pueden escoger a través del Nest en los últimos 10 años.

**Cuadro 16. Rentabilidades históricas últimos 10 años cerrados**

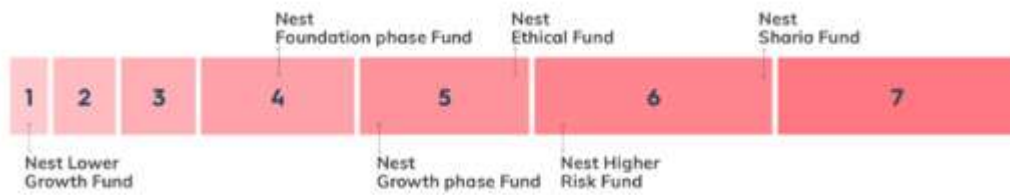
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Nest 2040	14,3	8,2	17,0	-4,3	9,5	20,8	3,6	11,6	12,3	8,5
Higher Risk	16,1	7,7	20,1	-5,3	11,0	25,9	3,8	11,9	18,8	10,1
Lower Growth	-0,3	2,0	2,4	0,2	0,6	0,2	0,3	0,3	--	--
Ethical Growth	15,3	13,1	20,8	-2,4	13,0	16,0	8,3	12,7	15,9	6,7
Sharia	27,3	22,9	29,0	0,4	13,9	25,7	5,9	15,3	21,9	6,2

	TAE 3 años	TAE 5 años	TAE 10 años
Nest 2040	13,1	8,6	9,9
Higher Risk	14,5	9,5	11,6
Lower Growth	1,4	1,0	--
Ethical Growth	16,3	11,6	11,7
Sharia	26,3	18,2	16,4

Fuente: Elaboración propia a partir de los valores liquidativos históricos de Nest.

A nivel de riesgo las diferentes opciones se clasifican de la siguiente manera:

**Gráfico 40: categorías de riesgo de los fondos Nest**



Fuente: Nest.

**Cuadro 17. Volatilidad a 5 años anualizada de los fondos del Nest**

	Volatilidad a 5 años anualizada
Nest 2040	8,8%
Higher Risk	11,0%
Lower Growth	1,0%
Ethical Growth	8,8%
Sharia	12,9%

Fuente: Nest.





## **5. Desarrollo normativo de los fondos de pensiones de empleo de promoción pública**

El 1 de julio de 2022 se ha publicado en el BOE la Ley 12/2022, de 30 de junio, de regulación para el impulso de los planes de pensiones de empleo.

La normativa se aprueba con el fin de convertir definitivamente en protagonista al segundo pilar y reforzar la previsión social empresarial introduciendo elementos de desarrollo y fomento de la misma. Con ello se pretende fortalecer el ahorro sistemático a largo plazo para la jubilación, para aliviar la presión al sistema público, tal y como aplican la mayoría de recetas de éxito en otros países analizados en el capítulo anterior.

Uno de los objetivos es facilitar el acceso a colectivos con dificultades para acceder a estos instrumentos de previsión social, sobre todo debido al tejido empresarial español. Así, la negociación colectiva se pone en el centro como elemento clave con el fin de desarrollar planes de pensiones de empleo sectoriales. También, se busca conseguir que los autónomos obtengan mejoras en la accesibilidad a productos de menor coste.

Por otro lado, se pretende conseguir fondos de pensiones de empleo con una dimensión adecuada que redunde en mejoras de rentabilidades debido a una mejor eficiencia.

Esta normativa se asienta en tres medidas principales, enumeradas a continuación: la creación de los fondos de empleo de promoción pública abiertos, la creación de los planes de empleo simplificados y las modificaciones de límites de aportación.

Por lo que respecta a los fondos de pensiones de empleo de promoción pública abiertos, se sustentarán en la Comisión Promotora y de Seguimiento y en la Comisión de Control Especial.

La Comisión Promotora y de Seguimiento la integrarán nueve funcionarios de carrera, cinco del MISSM, y cuatro que representarán al Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, al Ministerio de Trabajo y Economía Social, al Ministerio para la Transición Ecológica y el Reto Demográfico y al Ministerio de Hacienda y Función Pública, respectivamente. Serán cargos no remunerados.

Sus funciones serán la representación del Estado en la promoción y constitución del plan; la selección de gestoras y depositarias; establecer un marco común de estrategia de inversión de carácter estable y a largo plazo revisable cada cinco años; velar por el adecuado funcionamiento y el buen gobierno, y en particular por su política de inversiones; y, nombrar a los miembros de la Comisión de Control Especial.

Por su parte, la Comisión de Control Especial será única para todos los fondos de empleo de promoción pública y estará compuesta por trece miembros, como

se ha indicado nombrados por la Comisión Promotora y de Seguimiento, de los cuales cuatro los propondrán los sindicatos, cuatro las patronales y cinco el MISSM. La duración del mandato será de seis años como máximo. Serán personas con experiencia profesional en la gestión de fondos o planes, sin incompatibilidades ni conflictos de interés.

Su función será supervisar la adecuada gestión de los fondos por parte de las entidades gestoras seleccionadas.

La Comisión de Control adoptará sus acuerdos por mayoría simple, aunque los acuerdos relativos a las sustituciones de entidad gestora y depositaria requerirán mayoría cualificada de tres cuartas partes de los miembros presentes o representados. Por otro lado, los acuerdos relativos a cambios en la política de inversiones sobre el ejercicio del derecho de impugnación de acuerdos sociales y de la acción social de responsabilidad requerirán la aprobación de la mayoría de los miembros propuestos por el MISSM. La decisión del ejercicio de estas acciones jurídicas societarias habrá de ser motivada y justificada en la protección del interés público.

La declaración comprensiva de los principios de la política de inversión será elaborada por la Comisión de Control Especial con la participación de las entidades gestoras.

Los activos de los fondos de pensiones serán invertidos exclusivamente en interés de las personas partícipes y beneficiarias tomando en consideración la rentabilidad, el riesgo y el impacto social y medioambiental de las inversiones. Se impide la inversión en compañías con sedes en paraísos fiscales, y se excluye a aquellas empresas con delitos medioambientales o laborales en los 10 años anteriores a la inversión.

El proceso de inversión valorará los riesgos extrafinancieros y los criterios ASG. Se tendrá en cuenta el cumplimiento de los ODS y la taxonomía medioambiental y social. También debe haber criterios de participación y voto en juntas generales.

Adicionalmente, se plantea una plataforma digital común que aúne todos los planes, que facilite el acceso a la información al partícipe y favorezca la portabilidad. Esa plataforma deberá ser asumida por todas las gestoras y depositarias que intervengan.

Como máximo cada 3 años habrá un procedimiento abierto para seleccionar a gestoras, y éstas se comprometen a alcanzar un nivel de patrimonio mínimo gestionado por el fondo de pensiones de empleo de promoción pública.

Las comisiones a aplicar se establecerán en el reglamento que desarrolle la Ley.

En estos fondos se podrán integrar los nuevos planes de pensiones de empleo simplificados y los planes de empleo de aportación definida, sin perjuicio de

que puedan ofrecer prestaciones definidas para el resto de contingencias siempre y cuando las mismas se encuentren totalmente aseguradas. Así, los nuevos planes de pensiones de empleo simplificados o bien se pueden integrar en un fondo de pensiones de empleo de promoción pública o bien de promoción privada.

Estos planes deberán ser de aportación definida para la contingencia de jubilación, debiendo estar aseguradas las demás contingencias. Las prestaciones se deberán percibir en forma de renta, salvo excepciones.

Se considerarán planes de pensiones de empleo simplificado los promovidos por las empresas incluidas en los acuerdos colectivos estatutarios de carácter sectorial; los promovidos por las Administraciones Públicas, incluidas las corporaciones locales, las entidades y organismos de ellas dependientes; los promovidos por las asociaciones, federaciones, confederaciones o uniones de asociaciones de trabajadores autónomos para sus asociados, por sindicatos, por colegios profesionales o por mutualidades de previsión social vinculadas a estos; y los promovidos por sociedades cooperativas y laborales.

En caso de acuerdos sectoriales que prevean instrumentación de compromisos por pensiones a través de planes de empleo sectoriales simplificados, las empresas se deberán adherir al mismo si así se establece, pero a su vez en el acuerdo sectorial se puede prever la no adhesión al plan de empleo sectorial y promover su propio plan. Si el acuerdo sectorial es posterior a un plan de pensiones de empleo ya constituido, la empresa promotora podrá mantener el plan existente.

Cada empresa promotora será responsable del cumplimiento de las obligaciones de aportación previstas. En caso de ser promovido por asociaciones de trabajadores autónomos, el responsable será el propio autónomo.

Los derechos consolidados sólo se podrán movilizar a otro plan de empleo.

Los planes de empleo ya existentes se podrán adaptar para convertirse en planes de empleo simplificados.

Otra cuestión de relevancia en esta ley es la modificación del requisito de elegibilidad, que pasa de ser de 2 años máximo, a un mes.

La normativa contempla incentivos fiscales para trabajadores y empresas, para hacer más atractiva la participación. Entre la batería de medidas fiscales destacan: la modificación de los límites de aportación y deducción de los autónomos, por los que podrán aportar en total 5.750 euros; se establece una nueva deducción para las empresas en la cuota del Impuesto de Sociedades, del 10% de las contribuciones empresariales imputadas a favor de los trabajadores con retribuciones brutas anuales inferiores a 27.000 euros; la exención de la base de cotización las contribuciones empresariales a planes de empleo con el límite del incremento de la cuota que derive de la contribución.

En cuanto a los empleados por cuenta ajena, el límite conjunto de aportación a los instrumentos de previsión social se mantiene en 1.500 euros anuales, sin embargo, se incrementa en 8.500 euros anuales siempre que provenga de contribuciones empresariales a planes de pensiones de empleo, o de aportaciones del trabajador al plan de pensiones de empleo por importe igual o inferior al resultado de aplicar a la contribución empresarial el coeficiente que resulte del siguiente cuadro:

**Cuadro 18. Coeficientes a aplicar a contribución empresarial**

Importe anual de la contribución	Coeficiente
Igual o inferior a 500 euros.	2,5
Entre 500,01 y 1.000 euros.	2
Entre 1.000,01 y 1.500 euros.	1,5
Más de 1.500 euros.	1

Fuente: BOE.

No obstante, en todo caso se aplicará el coeficiente 1 cuando el trabajador obtenga en el ejercicio rendimientos íntegros del trabajo superiores a 60.000 euros procedentes de la empresa que realiza la contribución.

## 6. Reflexiones y propuestas al desarrollo normativo y de inversión de los fondos de pensiones de empleo de promoción pública

### 6.1. Consideraciones al desarrollo normativo de fondos de pensiones de empleo de promoción pública

Tal y como se ha ido desarrollando durante el presente trabajo, una de las posibilidades para hacer frente a los desafíos que se enfrenta el sistema de pensiones es la potenciación de la previsión social complementaria que, entre sus resultados, consiga aliviar la presión sobre el primer pilar público.

Si bien es positivo el fomento y la creación de instrumentos de segundo pilar que permitan su desarrollo y su implantación en la sociedad a través de una normativa que los impulse, sería a su vez deseable que se contemplasen diferentes cuestiones que no deberían quedar al margen de un ejercicio ambicioso.

Se usa la palabra “ambicioso” puesto que la expectativa trasladada por el gobierno en el Componente 30 del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia para impulsar este tipo de instrumentos pasa por conseguir 13 millones de partícipes en 2030 y un 80% de la fuerza laboral a largo plazo, partiendo de una situación en 2022 de 2 millones de partícipes y 20 millones de cotizantes. Por su parte, en cuanto activos bajo gestión, en términos de PIB, el objetivo es pasar de menos del 3% (35.000 millones) actual al 9%, es decir, superar los 100.000 millones de euros en 2030, el 18% en 2040 y el 31% en 2050, situándose por encima de los 350.000 millones de euros. Todo esto en un país de un mercado tejido empresarial de pequeñas empresas a las cuales la coyuntura económica de los últimos años no las ha ayudado especialmente.

El éxito del segundo pilar se produce cuando se potencia la entrada del trabajador y se otorgan incentivos fiscales a las empresas, lo cual acercaría notablemente a estos objetivos expuestos. Y objetivos ambiciosos, requieren medidas ambiciosas.

Así, pese a los informes desfavorables al respecto del encaje constitucional, si lo que se pretende es el impulso del segundo pilar, mecanismos de economía conductual como la inscripción automática por defecto (*auto enrolment*) para el empleado, respetando la voluntad de elección con cláusulas de salida, deberían formar parte del mismo para favorecer la consecución de los objetivos anunciados por el gobierno, por lo que se debería encontrar una solución que permitiera su implementación.

Adicionalmente, en el capítulo de contribuciones, y también ligado a la economía conductual, la obligatoriedad de aportación de empresa y trabajador (*matching contribution*) es otra consideración a tener en cuenta, puesto que retroalimenta el ahorro del trabajador, aumentando el atractivo de contribuir al plan y

es visto como un beneficio inmediato, reforzando el vínculo con el ahorro previsional y la empresa.

Por tanto, para asegurar que se consiguen los objetivos en cuanto a activos bajo gestión, y a su vez que las aportaciones sean lo suficientemente altas para lograr los objetivos de ingresos de jubilación, se deberían establecer tasas de aportación mínimas como porcentaje de salario, que pudieran aumentarse gradualmente, sin que ello afecte a aportaciones voluntarias.

Por otro lado, siguiendo con mecanismos de economía conductual, se deberían articular mecanismos para que el beneficio fiscal de la aportación, se reinvierta directamente en el plan de pensiones sin pasar por el bolsillo del partícipe, evitando decisiones de consumo presente. Eso por otro lado, daría conciencia real de la exención de la aportación y se entendería como una aportación estatal que fomentase este tipo de ahorro, incrementando a su vez el patrimonio de los planes de pensiones de empleo. Por tanto, ya que hay implementados incentivos fiscales, deberían revertir automáticamente en el propio instrumento que los provocan.

Al respecto de las cuestiones relativas a fiscalidad, elemento clave en el desarrollo de sistemas complementarios de pensiones, aunque no suficiente por sí sola, potenciar un pilar fiscalmente en detrimento de otro no es algo recomendable, puesto que lleva a que, en la práctica, uno de los pilares, en este caso el tercero, deje de ser útil para el propósito de ahorro; sobre todo teniendo en cuenta que la fiscalidad por sí misma limita la aportación al instrumento. Es decir, el exceso de aportación por encima de los límites de deducción fiscal no es posible, y ese ahorro se tiene que derivar hacia otros instrumentos quizá menos aptos para un ahorro finalista.

A su vez, además de la necesidad de un marco fiscal estable para realizar una correcta planificación de la jubilación, se debe tener en cuenta que España se encuentra en niveles de incentivos fiscales inferiores a la media de la OCDE situados en el 28% de ventaja fiscal sobre lo aportado, lo cual no ayuda al desarrollo del sistema de pensiones.

Así, además de recuperar las deducciones en cuota del impuesto de sociedades y la no sujeción a cotizaciones de la Seguridad Social de las aportaciones, que, con límites, se ha hecho en la ley aprobada, se debería tomar en consideración la neutralidad fiscal entre pilares, la equiparación entre las deducciones de autónomos y asalariados en aportaciones a planes de empleo, la recuperación tanto del nivel nominal de aportaciones desgravables, como de los límites incrementados de aportaciones a mayores de 50 años. Todo ello con el fin de seguir impulsando la previsión social complementaria a través de instrumentos de ahorro finalista.

En otro orden de consideraciones, y tal y como se hace en otros países del entorno europeo, es necesario el envío anual por parte de la Seguridad Social de la estimación futura de la pensión pública. Con ello se permitiría la toma de me-

jores decisiones al disponer de la información suficiente para saber si es necesario potenciar el ahorro complementario.

Finalmente, la ausencia de reglamento que desarrolle la ley deja con ciertas lagunas importantes su puesta en marcha. Una ley sin reglamento plantea preguntas como la regulación de las inversiones, el desarrollo de la sostenibilidad en el fondo de pensiones, cómo será la adscripción, si se vincularán y se instrumentarán como planes vinculados al ciclo de vida y los costes que tendrán.

## **6.2. Propuestas a nivel de inversiones para fondos de pensiones de empleo de promoción pública**

En el análisis realizado en el capítulo 4 de las diferentes carteras de inversión correspondientes a los diferentes fondos de pensiones de empleo más representativos de Países Bajos, Suecia y Reino Unido se han identificado una serie de tendencias comunes en la filosofía de inversión y la selección de activos.

Así, la mayoría de los fondos se configuran como ciclo de vida, o bien están transitando hacia a esa estrategia. Por otro lado, en muchos de ellos hay un peso relevante a nivel nominal de inversiones ilíquidas. Adicionalmente, también se canalizan recursos hacia la economía local. Por último, ninguno de los fondos de pensiones entiende la inversión sin un componente de sostenibilidad asociado.

Estas tendencias de países punteros en materia de pensiones podrían tener cabida, y, de hecho, algunas ya se contemplan en la ley aprobada, en los fondos de pensiones de empleo de promoción pública españoles. En los siguientes párrafos se analizarán todas ellas desde una visión conceptual, no desde el binomio de rentabilidad y riesgo que puedan arrojar al desempeño del fondo, puesto que el objetivo no es establecer una propuesta de selección de activos, si no proponer las líneas maestras de una estrategia de inversión.

En primer lugar, cabe señalar el papel de ahorro finalista y rol de largo plazo que tiene un plan de pensiones, que dota de mayor flexibilidad en la gestión del fondo, permitiendo reservar una parte de la cartera de inversiones a activos más ilíquidos, buscando unos mejores rendimientos y una descorrelación con activos tradicionales. Así, el desarrollo de los fondos de pensiones de empleo públicos es una buena oportunidad de canalizar ahorro y recursos hacia *private equity*, infraestructuras, inmuebles, bosques y otros activos.

Por otro lado, las estrategias de ciclo de vida son aquellas en las que según el trabajador se va acercando a su jubilación, se reduce su posición en renta variable incrementando la ponderación en renta fija. La reducción de la proporción de activos de riesgo también reduce la rentabilidad esperada y, por tanto, los ingresos de jubilación esperados.

En el capítulo 4 del presente trabajo, se han observado diferentes formas de llevarlo a cabo y con diferentes calibraciones de edades para establecer las fases de la estrategia. Pasar a una estrategia de inversión conservadora dema-

siado pronto en la fase de acumulación puede ser inconsistente con el objetivo de lograr una prestación alta, dado que reduce el potencial de ingresos de jubilación futuros. Sin embargo, pueden ser adecuadas para alentar a los miembros a asumir algún riesgo de inversión cuando son jóvenes y para mitigar el impacto de los resultados negativos extremos cuando se acercan a la jubilación.

Por tanto, formular una estrategia de inversión de ciclo de vida como opción de inversión predeterminada en un fondo de pensiones de empleo requiere equilibrar la opción de proteger al partícipe del riesgo de recibir un ingreso de jubilación mucho más bajo de lo esperado y la de alcanzar el máximo de ingresos posible. Ni una sola estrategia de inversión maximizaría al mismo tiempo el potencial alcista y minimizaría el riesgo a la baja.

Los fondos de pensiones son un excelente vehículo para redistribuir y canalizar recursos. Teniendo en cuenta que la aspiración gubernamental es que los fondos de pensiones de empleo sean el 9% del PIB en 2030, una parte relevante del patrimonio podría ir destinada a la economía española, principalmente en activos alternativos, como proyectos de infraestructura, financiación de startups españolas, construcción de vivienda sostenible y social o residencias de estudiantes.

Por último, aunque ya esté incorporada la pata de sostenibilidad en la ley, se deberían desarrollar a través de reglamento obligaciones precisas que determinasen exclusiones en sectores y actividades. También sería oportuno hacer un ejercicio de transparencia publicando la lista negra de empresas y gobiernos en los que no se invierta, o los diálogos que se mantienen con compañías, al nivel de las mejores prácticas de transparencia de otros países.

A su vez, la canalización de recursos hacia la economía nacional y la inversión en activos ilíquidos deben tener presente los aspectos ASG, promoviendo proyectos que fomenten la sostenibilidad, tal y como se ha apuntado en las líneas anteriores, con cuestiones como la construcción de vivienda sostenible y social, infraestructuras de gestión de residuos o de energía limpia, inversión en startups comprometidas en la consecución de alguno de los ODS, siguiendo los requerimientos que se indican en la ley.

Finalmente, más allá de aportar a la descarbonización de la economía, no hay que olvidar que uno de los objetivos de la estrategia de inversión en el largo plazo de los fondos de pensiones de empleo públicos es que el fondo, mediante el resultado de sus inversiones, contribuya a suministrar pensiones dignas y a lograr un sistema de pensiones sostenible, alineándose así con los ODS sociales, principalmente con las metas asociadas al fin de la pobreza (ODS 1) al proporcionar una protección social adecuada, siendo un elemento que contribuye a los ODS por sí mismo.



## 7. Bibliografía

### 7.1. Artículos:

ACOSTA, I. “A los 12 años de la jubilación ya se ha cobrado todo lo cotizado”, *El Economista* (5 de noviembre de 2018).

AYUSO, M; HERCE, J.A. “La seguridad social de las pensiones y la reforma de 2021”, Instituto BBVA de Pensiones / BBVA Mi Jubilación, Documento número 36 (2021).

BOADO-PENAS, M.C. “Reformas del sistema de pensiones: La Experiencia Sueca”, Fedea, Documento de Trabajo 2021/03 (enero 2021).

DEVESA, E; DOMÉNECH, R. “Pensiones: reformas insuficientes”, *Expansión* (27 de mayo de 2022).

DÍAZ-GIMÉNEZ, J. “Las pensiones europeas y sus reformas recientes”, Instituto BBVA de Pensiones / BBVA Mi Jubilación, Documento número 7 (2014).

FIAP. “¿Qué podemos aprender de los sistemas de pensiones de Países Bajos y Suecia?”, Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones, *Notas de Pensiones*, nº 61 (marzo 2022).

FIAP. “Enrolamiento automático para complementar las pensiones: el exitoso caso del Reino Unido”, Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones, *Notas de Pensiones*, nº 49 (marzo 2020).

TORIJA, B. “Alerta de la AIReF: revalorizar pensiones con el IPC supone un grave riesgo para la estabilidad”, *65y más.com* (10 de abril de 2022).

### 7.2. Libros:

INSTITUTO SANTALUCÍA. *Pensiones del futuro*. 1ª ed. Madrid: Instituto Santalucía, 2019.

### 7.3. Capítulos de libro:

“Preparar nuestro estado de bienestar para una sociedad más longeva”. En: Ministerio de la Presidencia. “España 2050. Fundamentos y propuestas para una Estrategia Nacional de Largo Plazo”. Madrid, 2021, págs. 201-237.

“La previsión social complementaria”. En: “El envejecimiento como riesgo empresarial”. Madrid: Fundación Mutualidad de la Abogacía, AGERS y Wolters Kluwer, 2020, págs. 301-347 y 389-451.

## 7.4. Informes:

ABP. Jaarverslag 2021. Pensioenfonds ABP, 2022.

AIReF. Actualización de previsiones demográficas y de gasto en pensiones. Madrid. Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, 2020.

Alecta. Annual and sustainability report 2021. Alecta, 2022.

Alecta. Innehav 2021. Alecta, 2022

AMF. 2021 Årsredovisning och hållbarhetsredovisning. AMF, 2022.

AMF. Innehav 2021. AMF, 2022

AP7. Annual and sustainability report 2021. AP7, 2022.

BdE. El sistema público de pensiones en España: situación actual, retos y alternativas de reforma. Madrid. Banco de España, 2017.

BdE. El sistema de pensiones en España: una actualización tras el impacto de la pandemia. Madrid. Banco de España, 2021.

BpfBOUW. Jaarverslag 2021. Bedrijfstakpensioenfonds voor de Bouwnijverheid, 2022.

BpfBOUW. Verslag Verantwoord Beleggen 2021. Bedrijfstakpensioenfonds voor de Bouwnijverheid, 2022.

CASAS, M.E. Dictamen a Solicitud de la Presidenta de Unespa, Doña Pilar González de Frutos, y del Presidente de Inverco, Don Ángel Martínez Aldama. Madrid, 2021.

CE. The 2021 Ageing Report. Bruselas. Comisión Europea, 2021.

CE. The Netherlands. Key characteristics of the pension funds market. Bruselas. Comisión Europea, 2019.

DGSFP. Informe Estadístico de Instrumentos de Previsión Social Complementaria 2020 y avance 2021. Madrid. Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, 2021.

Gobierno de España. Componente 30. Sostenibilidad a largo plazo del sistema público de pensiones en el marco del Pacto de Toledo. Madrid, 2021.

HOLZMANN, R; HINZ, R. P; DORFMAN, M. Pension Systems and Reform Conceptual Framework. Washington DC. World Bank, 2008.

IAE. Factor de equidad actuarial del sistema contributivo de pensiones de jubilación español. Madrid. Instituto de Actuarios Españoles, 2020.

IAE. Análisis de la reforma de pensiones de 2021. Madrid. Instituto de Actuarios Españoles, 2022.

INE. Proyecciones de Población 2020-2070. Madrid. Instituto Nacional de Estadística, 2020.

Inverco. Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones. Informe 2021 y perspectivas 2022. Madrid. Inverco, 2022.

Kåpan. Annual report 2021. Kåpan Pensioner, 2022.

Kåpan. Sustainability report 2021. Kåpan Pensioner, 2022.

KPA. Årsredovisning 2021. KPA, 2022.

KPA. Investeringsriktlinjer KPA Tjänstepensionsförsäkring AB. KPA, 2022.

MARTÍNEZ-CUE, F. Automatic enrolment británico. Informe realizado para UNESPA. Madrid, 2019.

Mercer. Mercer CFA Institute Global Pension Index 2021. Melbourne. 2021.

Nest. Nest quarterly investment report, at end December 2021. Nest, 2022.

MHFP. Ejecución presupuestaria de las Administraciones Públicas en 2021. Madrid. Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2022.

MISSM. Fondo de Reserva de la Seguridad Social. Informe a las Cortes Generales. Evaluación, actuaciones del año 2020 y situación a 31 de diciembre de 2020. Madrid. Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, 2021.

MISSM. El mecanismo de equidad intergeneracional y otros elementos de la reforma del sistema de pensiones. Madrid. Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, 2021.

MORAGA, M; RAMOS, R. “Una estimación del rendimiento financiero del sistema de pensiones”, Boletín Económico 3/2020, Banco de España (2020).

OCDE. Pensions at a Glance 2021: OECD and G20 Indicators. Paris. OCDE, 2021.

OCDE. Pension Markets in Focus 2021. Paris. OCDE, 2021.

PFZW. Jaarverslag 2021. Pensioenfonds Zorg & Welzijn, 2022.

PFZW. Jaarbericht Duurzaam Beleggen 2021. Pensioenfonds Zorg & Welzijn, 2022.

PME. Annual report 2021. Pensioenfonds van de Metalektro, 2022.

PMT. Jaarverslag 2021. Pensioenfonds Metaal & Techniek, 2022.

Servicio de Estudios de Mapfre. Sistemas de pensiones. Una evaluación internacional comparativa. Madrid. Fundación Mapfre, 2017.

## 7.5. Fuentes de internet:

<<https://www.abp.nl/>>

<<https://www.alecta.se/>>

<<https://www.amf.se/>>

<<https://www.ap7.se>>

<<https://www.bpfbouw.nl/>>

<<https://www.gov.uk/government/statistics/workplace-pension-participation-and-savings-trends-2009-to-2020/workplace-pension-participation-and-savings-trends-of-eligible-employees-2009-to-2020>>

<<https://www.kapan.se/>>

<<https://www.konsumenternas.se>>

<<https://www.kpa.se/privatperson/>>

<<https://mhpf.nl/wp-content/uploads/2018/03/TheDutchPensionSystem.pdf>>

<<https://www.nestpensions.org.uk>>

<<https://www.pensioenfederatie.nl/home>>

<<https://www.pensionsmyndigheten.se>>

<<https://www.pfzw.nl/particulieren.html>>

<<https://www.pmepensioen.nl/>>

<<https://www.pmt.nl/>>

<<https://revista.seg-social.es/>>

<<https://www.seg-social.es/wps/portal/wss/internet/Inicio>>

<<https://www.svb.nl/es/>>

<<https://www.wikipedia.org/>>

## **7.6. Fuentes Oficiales:**

Constitución Española (BOE de 29 de diciembre de 1978).

Real Decreto 1588/1999, de 15 de octubre, por el que se aprueba el Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios (BOE de 27 de octubre de 1999).

Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados (BOE de 9 de noviembre de 1995).

Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones (BOE de 13 de diciembre de 2002).

Ley 12/2022, de 30 de junio, de regulación para el impulso de los planes de pensiones de empleo, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre (BOE de 2 de julio de 2022).



## **Ángel Pérez González**

Licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad Autónoma de Barcelona (2006), completando su formación con un Posgrado en Gestión Patrimonial (2009), un Posgrado en Gestión y Control de Riesgos Financieros (2012) y un Posgrado en Solvencia II (2016).

Con 15 años de experiencia en departamentos de inversiones de compañías de seguros, está especializado en las áreas de gestión de activos y riesgos, planes de pensiones y sostenibilidad. Ha trabajado en Caixa Sabadell Vida, la joint venture entre Zurich Vida y Caixa Sabadell Vida, incorporándose a Caja Ingenieros Vida en 2009, en donde actualmente es director de Valoración y Control de Inversiones.