Perspectivas de la OCDE sobre las pensiones para 2026

¿Estamos ahorrando lo suficiente para la jubilación?



Perspectivas de la OCDE sobre las pensiones para 2026

¿ESTAMOS AHORRANDO LO SUFICIENTE PARA LA JUBILACIÓN?

BETTER POLICIES FOR BETTER LIVES

Esta publicación se edita bajo la responsabilidad del Secretario General de la OCDE y no refleja necesariamente las opiniones oficiales de los países miembros de la OCDE.

El presente documento, así como los datos y mapas que contiene, se publican sin perjuicio del estatuto o la soberanía de ningún territorio, de la delimitación de las fronteras y límites internacionales, ni del nombre de ningún territorio, ciudad o zona.

Los datos estadísticos relativos a Israel han sido facilitados por las autoridades israelíes competentes, bajo su responsabilidad. El uso de dichos datos por parte de la OCDE se entiende sin perjuicio del estatuto de los Altos del Golán, Jerusalén Este y los asentamientos israelíes en Cisjordania, con arreglo a lo dispuesto en el Derecho internacional.

Kosovo*: Esta designación se entiende sin perjuicio de las posiciones sobre el estatuto, y se ajusta a la Resolución 1244/99 del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas y al Dictamen Consultivo de la Corte Internacional de Justicia sobre la declaración de independencia de Kosovo.

Cite esta publicación como:
OCDE (2026), *Perspectivas de las pensiones de la OCDE 2026: ¿Estamos ahorrando lo suficiente para la jubilación?*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/a51aa775-en.

ISBN 978-92-64-62938-7 (impreso)
ISBN 978-92-64-96864-6 (PDF)
ISBN 978-92-64-44849-0 (HTML)

Perspectivas de las pensiones de la OCDE ISSN 2313-7630 (impreso)
ISSN 2313-7649 (en línea)

Créditos fotográficos: Portada © NataliaDeriabina/Getty Images.

Las correcciones a las publicaciones de la OCDE pueden consultarse en: https://www.oecd.org/en/publications/support/corrigenda.html.

© OCDE 2026

Reconocimiento 4.0 Internacional (CC BY 4.0)
Esta obra se pone a disposición bajo la licencia Creative Commons Reconocimiento 4.0 Internacional. Al utilizar esta obra, aceptas quedar vinculado por los términos de esta licencia (https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).
Atribución: debe citar la obra.
Traducciones: debe citar la obra original, identificar los cambios respecto a la original y añadir el siguiente texto: *«En caso de discrepancia entre la obra original y la traducción, solo se considerará válido el texto de la obra original».*
Adaptaciones: debe citar la obra original y añadir el siguiente texto: *«Esta es una adaptación de una obra original de la OCDE. Las opiniones expresadas y los argumentos empleados en esta adaptación no deben interpretarse como representativos de las opiniones oficiales de la OCDE ni de sus países miembros».*
Material de terceros: la licencia no se aplica al material de terceros incluido en la obra. Si utiliza dicho material, usted es responsable de obtener el permiso del tercero y de cualquier reclamación por infracción.
No debe utilizar el logotipo, la identidad visual ni la imagen de portada de la OCDE sin permiso expreso, ni dar a entender que la OCDE respalda su uso de la obra.
Cualquier controversia que surja en relación con esta licencia se resolverá mediante arbitraje de conformidad con el Reglamento de Arbitraje de 2012 de la Corte Permanente de Arbitraje (CPA). La sede del arbitraje será París (Francia). El número de árbitros será de uno.

Prefacio

Los activos de pensiones en los países de la OCDE alcanzaron los 78 billones de dólares estadounidenses a finales de 2025, lo que equivale al 106 % del PIB. A esa escala, las pensiones respaldadas por activos no solo son importantes para los ingresos de jubilación, sino que también constituyen una fuente fundamental de inversión a largo plazo en nuestras economías. Los fondos de pensiones se encuentran entre los mayores inversores institucionales del mundo, ya que aportan capital a largo plazo que respalda la inversión, la innovación y la productividad, y contribuye a que los mercados de capitales sean más profundos y resilientes.

Al permitir que las personas ahorren e inviertan a lo largo de su vida laboral, las pensiones respaldadas por activos complementan los sistemas públicos de pensiones, diversifican las fuentes de ingresos para la jubilación y refuerzan la seguridad de la jubilación. Su papel cobrará aún más importancia a medida que la población envejezca, lo que ejercerá una presión cada vez mayor sobre los sistemas de pensiones y las finanzas públicas.

Sin embargo, la magnitud de los activos de las pensiones no garantiza por sí sola unos ingresos de jubilación adecuados. En muchos países, es poco probable que los regímenes obligatorios por sí solos sean suficientes para segmentos significativos de la población.

Para obtener mejores resultados se necesitan políticas que ayuden a las personas a tomar decisiones financieras acertadas y bien fundamentadas a lo largo de toda su vida. Esto incluye decisiones sobre cuánto ahorrar, cómo invertir esos ahorros y cómo utilizarlos para obtener ingresos durante la jubilación. También se necesitan los incentivos adecuados para garantizar que los ahorros para la jubilación se conviertan efectivamente en ingresos de jubilación. Para quienes no participan activamente en la planificación de la jubilación, unas opciones predeterminadas bien diseñadas y unos mecanismos automáticos también pueden favorecer el ahorro para la jubilación.

La forma en que se gestionan los ahorros también es importante. La rentabilidad de las inversiones representa una parte sustancial de los recursos disponibles en el momento de la jubilación. Una gobernanza sólida, una gestión eficaz del riesgo y unas prácticas de inversión sólidas, incluidas estrategias por defecto adecuadas, son esenciales para el rendimiento a largo plazo y la seguridad financiera durante la jubilación.

Esta edición de «OECD Pensions Outlook» examina estas diferentes dimensiones de los sistemas de pensiones respaldados por activos, con un análisis que abarca el ahorro para la jubilación y la toma de decisiones financieras, la inversión y la gestión de los activos de pensiones, así como su uso eficaz para proporcionar ingresos durante la jubilación. De este modo, proporciona a los responsables políticos, los reguladores y las partes interesadas datos, análisis y experiencia internacional para ayudar a reforzar los sistemas de pensiones y mejorar los resultados de la jubilación para las generaciones actuales y futuras.



Mathias Cormann,

Secretario General de la OCDE

Prólogo

El informe «Perspectivas de las pensiones de la OCDE» analiza los mercados de pensiones y las cuestiones de política de pensiones en los países miembros de la OCDE y en las economías asociadas. Aborda todos los regímenes de pensiones, tanto privados como públicos, en los que los ingresos de jubilación están respaldados por activos. Abarca su diseño, regulación y supervisión, así como su función a la hora de complementar otros componentes del sistema de pensiones.

Por primera vez, el informe «Outlook» incluye *«Pension Markets in Focus»* como capítulo inicial, en el que se analiza la evolución de los activos de las pensiones y el papel que desempeñan las aportaciones, los ingresos por inversiones y el pago de prestaciones a la hora de impulsar su crecimiento.

El objetivo es ofrecer orientación normativa a los responsables políticos, los reguladores y las partes interesadas para ayudarles a reforzar los sistemas de pensiones y mejorar las condiciones de jubilación. Mejorar el diseño y la gobernanza de las pensiones respaldadas por activos puede fomentar sistemas de pensiones más resilientes que den cobertura a un mayor número de personas, garanticen mejores condiciones de jubilación y contribuyan al crecimiento económico y a la innovación.

Esta octava edición del *«Informe sobre las pensiones de la OCDE»* analiza la evolución de los activos de pensiones y sus principales factores impulsores. Examina si las personas deben ahorrar más de forma voluntaria para su jubilación; cómo los inversores en pensiones y seguros incorporan los riesgos para la sostenibilidad de sus carteras de inversión; cómo mejorar el asesoramiento financiero a las personas para que se preparen mejor para la jubilación, minimizando al mismo tiempo el impacto en el acceso a la misma; y cómo gravar las pensiones heredadas tras el fallecimiento de los afiliados a los planes, a fin de garantizar que utilicen sus ahorros de jubilación para financiar su jubilación.

Este informe ha sido elaborado por la División de Mercados de Capitales e Instituciones Financieras de la Dirección de Asuntos Financieros y Empresariales de la OCDE. El capítulo 1 fue redactado por Pablo Antolín, Romain Despalins y Stéphanie Payet; los capítulos 2 y 5, por Stéphanie Payet; el capítulo 3, por Jessica Mosher y Ana Dueñas Huerta; y el capítulo 4, por Jessica Mosher. Sally Day-Hanotiaux prestó apoyo en materia estadística. El informe se ha elaborado bajo la supervisión de Pablo Antolin, jefe de la Unidad de Seguros y Pensiones, y de Serdar Çelik, jefe de división. Los delegados del Grupo de Trabajo de la OCDE sobre Seguros y Pensiones y los miembros de la Organización Internacional de Supervisores de Pensiones (IOPS) aportaron sus contribuciones. El capítulo 3 se benefició asimismo de las aportaciones compartidas por las partes interesadas del sector de las pensiones y los seguros a través de entrevistas. Las opiniones expresadas no se corresponden necesariamente con las de las autoridades nacionales en cuestión.

La OCDE agradece sinceramente los comentarios y el apoyo financiero de la Asociación Europea de Fondos y Gestión de Activos (EFAMA) y de Standard Life.

Índice

Prefacio 3

Prólogo 4

Resumen ejecutivo 8

1 Los mercados de pensiones en el punto de mira 11

1.1. Crecimiento global de los activos de pensiones 12
1.2. Cómo crecen los activos de pensiones 17
1.3. Las aportaciones han aumentado en la mayoría de los países 22
1.4. Han aumentado los ingresos por inversiones de los planes de pensiones respaldados por activos 28
1.5. Los pagos de prestaciones de pensiones y otras salidas de fondos también han aumentado 35
1.6. Cómo podrían evolucionar los activos de las pensiones 39
Referencias 40
Anexo 1.A. Anexo estadístico 42
Anexo 1.B. Notas metodológicas 43
Notas 44

2 Garantizar unas cotizaciones suficientemente elevadas para alcanzar los objetivos de ingresos en la jubilación 47

2.1. Diferencias en las cotizaciones en los países de la OCDE 49
2.2. ¿Son suficientes las aportaciones voluntarias para cubrir esa diferencia? 54
2.3. Políticas para orientar a las personas hacia niveles de cotización que les permitan alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación 63
2.4. Conclusión y orientaciones de política 75
Referencias 80
Notas 91

3 Integración de los riesgos de sostenibilidad en los procesos de inversión por parte de los inversores de fondos de pensiones y aseguradoras 95

3.1. Medidas relevantes para que los inversores de fondos de pensiones y aseguradoras incorporen los riesgos que afectan a la la sostenibilidad a largo plazo de sus carteras en sus procesos de inversión 96
3.2. Factores que impulsan la integración de los riesgos que afectan a la sostenibilidad de las carteras en los procesos de inversión 100
3.3. Marcos institucionales y de gobernanza 110
3.4. La integración de los riesgos que afectan a la sostenibilidad a largo plazo de las carteras 113
3.5. Perspectivas de futuro 132
Referencias 133
Notas 137

4 Equilibrar las compensaciones en la regulación del asesoramiento financiero para la jubilación 139
4.1. El asesoramiento financiero puede aportar numerosas ventajas a los consumidores 140
4.2. Los sesgos pueden socavar los beneficios del asesoramiento 143
4.3. Las medidas destinadas a combatir el sesgo de los asesores y a mejorar la calidad del asesoramiento pueden resultar eficaces, pero plantean algunos retos 144
4.4. El marco regulador puede influir en las barreras estructurales que dificultan la búsqueda de asesoramiento, pero las barreras a las que se enfrentan los consumidores son igual de importantes 152
4.5. Otras medidas pueden promover productos adecuados y buenos resultados para aquellas personas que no pueden o no desean acceder al asesoramiento financiero 154
4.6. Implicaciones políticas 157
Referencias 161
Notas 169

5 Las pensiones respaldadas por activos y la fiscalidad de los pagos por fallecimiento 171
5.1. Formas de pagos relacionados con el fallecimiento 172
5.2. Tratamiento fiscal de las prestaciones por fallecimiento 176
5.3. Consideraciones políticas para la tributación de las prestaciones por fallecimiento 182
5.4. Conclusión 187
Referencias 189
Notas 190

FIGURAS

Figura 1.1. Activos de pensiones en la OCDE, 2001-2025 12
Figura 1.2. Tasa de crecimiento nominal de los activos de pensiones, en 2025 y media a largo plazo 13
Figura 1.3. Evolución de los activos de las entidades gestoras de pensiones y de los fondos de reserva de pensiones públicos 15
Figura 1.4. Activos destinados a la jubilación a finales de 2025 o en el último año del que se dispone de datos 16
Figura 1.5. Importe de los activos acumulados desde la introducción del plan principal, a finales de 2025 17
Figura 1.6. Ilustración de la evolución de los activos de una persona en un plan de pensiones de aportación definida 18
Figura 1.7. Ilustración de la evolución de los activos de las pensiones de contribución definida a nivel nacional 19
Figura 1.8. Análisis de sensibilidad de la acumulación de activos a nivel nacional 20
Figura 1.9. Factores que influyen en la velocidad y el nivel de acumulación de activos a nivel individual y nacional 21
Figura 1.10. Ilustración del crecimiento de los activos de las pensiones de contribución definida a nivel nacional tras un cambio de política 22
Figura 1.11. Tasa de crecimiento nominal de las cotizaciones, en 2025 y media a largo plazo 23
Figura 1.12. Proporción de la población en edad de trabajar que participa en un plan de pensiones, por tipo de plan, en dos momentos distintos 25
Figura 1.13. Evolución de las tasas de cotización obligatorias o mínimas a los planes de pensiones 27
Figura 1.14. Tasas medias de rentabilidad real anual de las inversiones de los gestores de pensiones, una vez deducidos los gastos de inversión 29
Figura 1.15. Distribución de los activos de pensiones en categorías de inversión seleccionadas a finales de 2025 32
Figura 1.16. Distribución media de los activos de los gestores de pensiones en determinadas clases de activos y vehículos de inversión en 14 jurisdicciones, 2001-2025 33
Figura 1.17. Rendimiento de las inversiones y distribución de activos de los fondos de reserva de pensiones públicos 34
Figura 1.18. Pagos de prestaciones, tendencias y niveles 35
Figura 1.19. Pagos de prestaciones en 2025 36
Figura 1.20. Importe de los activos retirados antes de la jubilación en 2025 38
Figura 2.1. Diferencia en las cotizaciones de los trabajadores varones con salario medio 51
Figura 2.2. Brecha de cotización de los trabajadores varones según el nivel de ingresos 52
Figura 2.3. Brecha de cotización de los trabajadores con salario medio, por sexo 53
Figura 2.4. Brecha de cotización de los trabajadores varones con salario medio, según el tipo de empleo 53
Figura 2.5. Distribución de las cotizaciones voluntarias en determinados países de la OCDE 56
Figura 2.6. Contribuciones voluntarias medias por nivel de ingresos, países seleccionados de la OCDE 57
Figura 2.7. Contribuciones voluntarias medias por sexo, países seleccionados de la OCDE 58
Figura 2.8. Contribuciones voluntarias medias por edad, en determinados países de la OCDE 59
Figura 2.9. Desglose de los activos de las carteras de los hogares 63

Figura 2.10. Resumen de las diferentes políticas para aumentar las aportaciones 64
Figura 2.11. Pasos para garantizar que las personas contribuyan lo suficiente para alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación 76
Figura 3.1. Jurisdicciones que exigen la integración de los riesgos de sostenibilidad en los procesos de inversión y gestión de riesgos 98
Figura 3.2. Alcance de la interpretación del interés de los afiliados a un plan de pensiones en un contexto fiduciario 104
Figura 4.1. Medidas políticas habituales para hacer frente al sesgo de los asesores y mejorar la calidad del asesoramiento financiero 144
Figura 5.1. Importe de los pagos anuales relacionados con el fallecimiento en determinados países de la OCDE, porcentaje del PIB 173
Figura 5.2. Régimen fiscal de las prestaciones de jubilación y de los pagos por fallecimiento: caso general 176
Figura 5.3. Aplicación del impuesto de sucesiones a las devoluciones de los saldos restantes de las cuentas 184

TABLAS

Tabla 1.1. Medidas que facilitan el acceso a un plan de pensiones 24
Tabla 1.2. Medidas para fomentar la participación en un plan de pensiones 26
Tabla 1.3. Políticas para impulsar las aportaciones 28
Tabla 1.4. Comisiones aplicadas a los afiliados a planes de contribución definida 30
Tabla 1.5. Políticas para reforzar las tasas de rentabilidad de las inversiones a largo plazo 33
Tabla 2.1. Diferencia media en las aportaciones por categoría de trabajadores 75
Tabla 3.1. Medidas para incorporar factores de riesgo medioambiental, social y de gobernanza en las inversiones de seguros y pensiones 97
Tabla 3.2. Enfoques de Aon en materia de inversión responsable 119
Tabla 3.3. Productos y servicios de los proveedores de datos para inversores 121
Tabla 3.4. Calificaciones ESG de Mercer para gestores de inversiones 127
Tabla 5.1. Formas de pagos por fallecimiento según el tipo de plan 173
Tabla 5.2. Tratamiento fiscal de los pagos por fallecimiento según la forma de pago 177
Tabla 5.3. Diferencias en el tratamiento fiscal de los pagos por fallecimiento según el tipo de beneficiario 180
Tabla 5.4. Diferencias en el tratamiento fiscal de las prestaciones por fallecimiento según la situación de los miembros del plan afiliados 181

Anexo, tabla 1.A.1. Tablas estadísticas adicionales 42
Anexo, tabla 1.A.2. Resumen de los sistemas de pensiones basados en activos 42

Resumen ejecutivo

A pesar del crecimiento continuado de los activos de pensiones, es posible que los particulares no estén ahorrando lo suficiente para garantizar unos ingresos adecuados durante la jubilación. Los activos de pensiones aumentaron en la mayoría de los países de la OCDE en 2025, impulsados por el aumento de las cotizaciones y los rendimientos positivos de las inversiones, pero siguen existiendo diferencias significativas entre países. Persisten las brechas de cotización en casi todos los países de la OCDE, y las necesidades de cotización adicional varían según los grupos de población. Sin embargo, solo 19 de los 38 países de la OCDE cuentan con planes de pensiones obligatorios o cuasi obligatorios, mientras que la participación en los planes voluntarios sigue siendo limitada. En casi la mitad de los 19 países de la OCDE en los que solo existen planes voluntarios, participa menos de la mitad de las personas en edad de trabajar. Las medidas políticas destinadas a eliminar los obstáculos al ahorro —como el asesoramiento financiero y la fiscalidad— y a mejorar la inversión y la gestión de riesgos de los fondos de pensiones pueden contribuir a impulsar las cotizaciones a los planes de pensiones respaldados por activos y a mejorar la adecuación de los ingresos durante la jubilación.

Los activos de pensiones siguieron creciendo en los países de la OCDE en 2025, impulsados por el aumento de las aportaciones y los rendimientos positivos de las inversiones.

Los activos de pensiones crecieron en 36 de los 38 países de la OCDE en 2025. En conjunto, aumentaron un 11,3 %, manteniendo la tendencia a largo plazo de las dos últimas décadas, y alcanzaron los 78 billones de dólares a finales de 2025 (incluidos 7,3 billones de dólares en reservas de los regímenes públicos de reparto), lo que equivale al 106 % del PIB.

El crecimiento agregado de los activos oculta grandes diferencias entre países. Por un lado, ocho países de la OCDE (Australia, Canadá, Dinamarca, Islandia, los Países Bajos, Suecia, Suiza y Estados Unidos) tienen activos en relación con el PIB superiores al 100 %. Por otro lado, 17 países de la OCDE tienen activos de pensiones inferiores al 20 % del PIB, y nueve se sitúan entre el 20 % y el 50 %.

Los activos de pensiones crecen cuando las cotizaciones y los rendimientos de las inversiones superan los pagos de pensiones. Desde principios de la década de 2000, las cotizaciones a los regímenes de pensiones basados en activos aumentaron en todos los países de la OCDE que presentaron datos, salvo uno, y en todas las jurisdicciones no pertenecientes a la OCDE que presentaron datos. Las políticas que amplían el acceso y la participación en los regímenes de pensiones basados en activos contribuyen a sostener este crecimiento. Los rendimientos positivos de las inversiones, respaldados por políticas destinadas a mejorar la asignación de carteras, junto con el efecto de la capitalización de los rendimientos, también han contribuido al crecimiento de los activos de pensiones. En los últimos diez años, los rendimientos reales a largo plazo de las inversiones fueron positivos en 24 de los 31 países de la OCDE que presentaron datos.

A pesar del importante crecimiento de los activos de pensiones, casi todos los países de la OCDE se enfrentan a un déficit de cotización.

En todos los países de la OCDE, salvo uno, determinadas categorías de trabajadores necesitan complementar sus pensiones obligatorias con aportaciones voluntarias para alcanzar unos ingresos de jubilación adecuados. El déficit de cotización es de al menos el 10 % de los ingresos de los trabajadores varones que perciben el salario medio en 17 de los 41 países analizados. Las mujeres se enfrentan a un déficit mayor que los hombres en 17 países, y los autónomos se enfrentan a un déficit mayor que los asalariados en 31 países. En la mitad de los países, los déficits de cotización son mayores para las personas con ingresos elevados, mientras que en 12 países son las personas con ingresos bajos las que se enfrentan a mayores necesidades de cotización adicional.

Los sesgos conductuales, las preocupaciones sobre la asequibilidad y otras barreras impiden que las personas contribuyan lo suficiente para alcanzar sus objetivos. Entre las políticas que podrían ayudar a abordar estas barreras y orientar a las personas hacia niveles de cotización más elevados se incluyen el aumento de las cotizaciones obligatorias, el fomento de las cotizaciones voluntarias de los empleadores, el estímulo a las personas para que aumenten sus cotizaciones, la concesión de incentivos económicos, el suministro de

información sobre los procesos de cotización y los ingresos previstos para la jubilación, y ofrecer características de diseño que respondan a determinadas necesidades de las personas.

A la hora de identificar las deficiencias en las aportaciones de la población, los responsables políticos deben evaluar las compensaciones entre las diferentes políticas, garantizar que otras características de diseño de los planes de pensiones respaldados por activos apoyen o reduzcan el esfuerzo de aportación, y supervisar los resultados para ajustar las políticas cuando sea necesario.

Mejorar el asesoramiento financiero para la jubilación podría ayudar a las personas a ahorrar más para la jubilación.

El asesoramiento financiero puede ayudar a las personas a prepararse para la jubilación animándolas a ahorrar más, a asumir un riesgo de inversión adecuado y a tomar la complicada decisión de cómo gastar sus ahorros para la jubilación.

Los requisitos de registro y cualificación, las normas de diligencia debida, los requisitos de información y las restricciones en torno a las estructuras de remuneración han mejorado los resultados para quienes reciben asesoramiento financiero. Sin embargo, estas medidas requieren un diseño cuidadoso para garantizar su eficacia. La armonización de los requisitos en todos los canales de distribución y mercados puede limitar la confusión de los consumidores y promover la igualdad de condiciones, aunque también es necesario tener en cuenta el contexto específico y la necesidad para la que se presta el asesoramiento. Se necesitan definiciones claras para delimitar la frontera entre la orientación y el asesoramiento y para ofrecer garantías sobre qué requisitos normativos serán de aplicación. Las medidas destinadas a mejorar el asesoramiento financiero también deben tener en cuenta su posible impacto en el acceso al mismo, ya que pueden reducirlo al aumentar los costes.

Existen alternativas al asesoramiento cuando las medidas para garantizar la calidad pueden afectar al acceso. Unas estrategias de inversión predeterminadas bien seleccionadas pueden mejorar la rentabilidad a largo plazo. La orientación personalizada puede resultar útil para cuestiones de alcance o complejidad limitados. Los requisitos de distribución pueden hacer que los proveedores sean responsables de garantizar que sus productos sean adecuados para sus mercados objetivo.

Los fondos de pensiones están integrando cada vez más los riesgos que afectan a la sostenibilidad a largo plazo de sus carteras en sus procesos de inversión y gestión de riesgos.

El crecimiento de los activos de las pensiones y la medida en que los ahorros para la jubilación pueden ayudar a las personas a alcanzar sus objetivos de ingresos durante la jubilación también dependen de la rentabilidad de las inversiones. Por lo tanto, los riesgos para la sostenibilidad de las carteras pueden tener implicaciones significativas para la rentabilidad a largo plazo de los fondos de pensiones. En consecuencia, los fondos de pensiones están integrando cada vez más estos riesgos en sus decisiones y procesos de inversión.

La regulación sigue siendo el factor más influyente a la hora de determinar cómo los fondos de pensiones, así como las compañías de seguros —en su calidad de propietarios de activos e inversores—, integran los riesgos para la sostenibilidad de sus carteras en sus estrategias de inversión. En 41 de las 53 jurisdicciones evaluadas, se exige a los inversores de fondos de pensiones o de seguros que integren los riesgos de sostenibilidad en sus procesos de inversión y gestión de riesgos. La materialidad financiera sigue siendo el principal criterio a través del cual los inversores de fondos de pensiones y de seguros evalúan los riesgos para la sostenibilidad. En el caso concreto de los fondos de pensiones, las interpretaciones del deber fiduciario desempeñan un papel importante a la hora de orientar este enfoque. Las expectativas de los afiliados y los clientes también pueden influir en las prioridades, al igual que las presiones competitivas y el liderazgo en el mercado por parte de los grandes propietarios de activos, ya que los principales inversores marcan las normas del mercado y transmiten sus expectativas a los gestores externos y a las instituciones más pequeñas.

Los enfoques de integración suelen combinar objetivos de arriba abajo con una implementación de abajo arriba, adaptándose los marcos institucionales y de gobernanza para respaldar los procesos de toma de decisiones. Las evaluaciones de materialidad no están estandarizadas entre las instituciones y a menudo reflejan diferencias en el tamaño de los inversores, el acceso a los datos y las capacidades analíticas internas. Las prácticas de integración vienen determinadas en gran medida por las características específicas de cada cartera, por los mandatos de las clases de activos y por las herramientas y la información de que disponen los equipos de inversión. La calidad, la comparabilidad y la cobertura de los datos siguen siendo obstáculos importantes, especialmente para los mercados más pequeños y los activos privados.

La fiscalidad de los pagos relacionados con el fallecimiento no debería socavar el objetivo principal de los planes de pensiones respaldados por activos, que es financiar los ingresos durante la jubilación.

Los planes de pensiones respaldados por activos suelen beneficiarse de un tratamiento fiscal más favorable que otros instrumentos de ahorro, con el fin de animar a las personas a ahorrar para la jubilación. Sin embargo, se necesitan incentivos adecuados para animar a las personas a utilizar sus ahorros de jubilación para financiar su jubilación, en lugar de transferir patrimonio a sus herederos de una forma fiscalmente ventajosa. Debe existir coherencia fiscal antes y después del fallecimiento para evitar situaciones en las que los ahorros de jubilación reciban un trato más favorable cuando se utilizan para legados o para la protección de los supervivientes que cuando se utilizan para proporcionar ingresos durante la jubilación. El tratamiento fiscal de los pagos relacionados con el fallecimiento debería ajustarse a los objetivos de política, tales como la protección de las personas a cargo, la preservación de la equidad entre contribuyentes y beneficiarios, la limitación de las oportunidades de planificación fiscal o la optimización de los ingresos fiscales. También debería ser coherente con el sistema del impuesto de sucesiones, cuando exista, y tener en cuenta las implicaciones en materia de eficiencia y equidad para los ahorradores, los beneficiarios y los ingresos fiscales.

1 Los mercados de pensiones en el punto de mira

En este capítulo se analiza el crecimiento de los activos de pensiones y cómo han contribuido a ello las aportaciones, los rendimientos de las inversiones y el pago de prestaciones de pensiones. Se examina la evolución de los activos de pensiones a lo largo del tiempo, analizando la interacción entre las aportaciones, los rendimientos de las inversiones y el pago de prestaciones, tanto a nivel individual como nacional. El capítulo concluye con un análisis de las situaciones en las que los activos de pensiones pueden crecer, estabilizarse o disminuir.

Los activos de pensiones —es decir, los activos que respaldan los futuros pagos de pensiones— han crecido en la mayoría de los países de la OCDE y en jurisdicciones no pertenecientes a la OCDE desde el año 2000.[1] La serie «Pension Markets in Focus» de la OCDE ha informado sobre esta evolución a lo largo del tiempo.

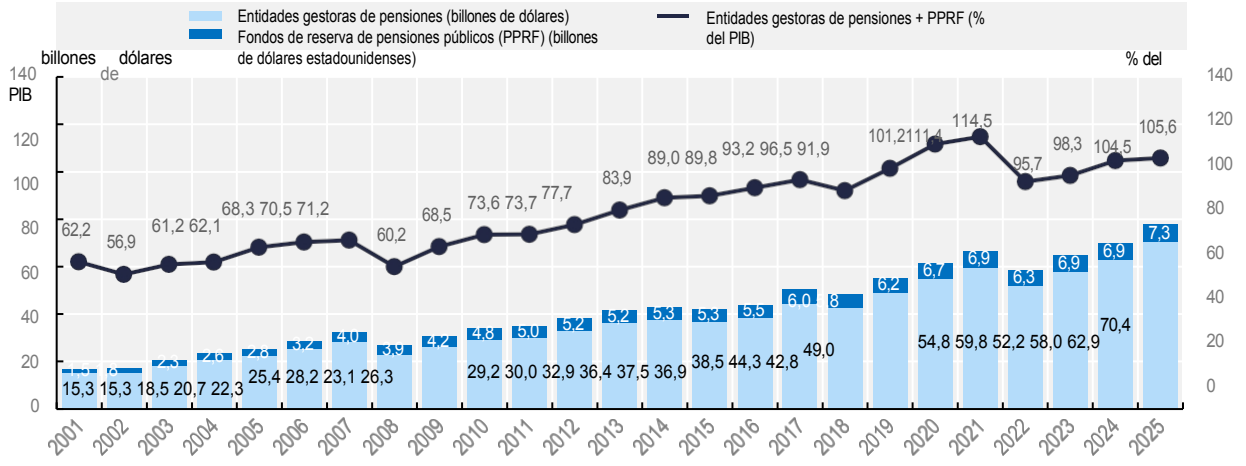
Este capítulo examina los factores que subyacen al crecimiento de los activos de pensiones a lo largo del tiempo para comprender si dicho crecimiento puede continuar. En primer lugar, el capítulo analiza la evolución de los activos de pensiones en 2025 y en las dos últimas décadas. A continuación, ofrece un marco para comprender cómo evolucionan los activos de pensiones a lo largo del tiempo, examinando la interacción entre las cotizaciones, los ingresos por inversiones y los pagos de prestaciones, tanto a nivel individual como nacional. A continuación, las secciones siguientes describen la evolución de esos factores en diferentes jurisdicciones de para evaluar en qué fase de acumulación de activos pueden encontrarse. El capítulo concluye analizando la posible evolución de los activos de pensiones basándose en las tendencias probables de las entradas y salidas.

1.1. Un crecimiento global de los activos de pensiones

Los activos de pensiones siguieron creciendo en 2025, manteniendo la tendencia al alza observada desde el año 2000. A finales de 2025, los activos de pensiones ascendían a 78 billones de dólares estadounidenses en la zona de la OCDE, un 11,3 % más que a finales de 2024 y entre 4 y 5 veces más que a principios de la década de 2000 (Figura 1.1). En la OCDE, los activos de pensiones han crecido más rápidamente que la economía en las últimas décadas y superaron el tamaño del PIB a finales de 2024 (104,5 % del PIB) y de 2025 (105,6 %). Aunque los activos de pensiones han experimentado descensos a corto plazo, como en 2008 y 2022, el crecimiento de los activos siempre se reanudó posteriormente. El aumento de los activos de pensiones proviene principalmente de los planes de pensiones gestionados por entidades gestoras de pensiones. Estos activos pasaron de 15,3 billones de dólares (, el 56,7 % del PIB de la OCDE) a finales de 2001 a 70,4 billones de dólares (el 95,7 % del PIB) a finales de 2025. Los activos de los fondos de reserva de pensiones públicos son menores y han crecido de forma más moderada.

Figura 1.1. Activos de pensiones en la OCDE, 2001-2025

En billones de dólares estadounidenses y como porcentaje del PIB



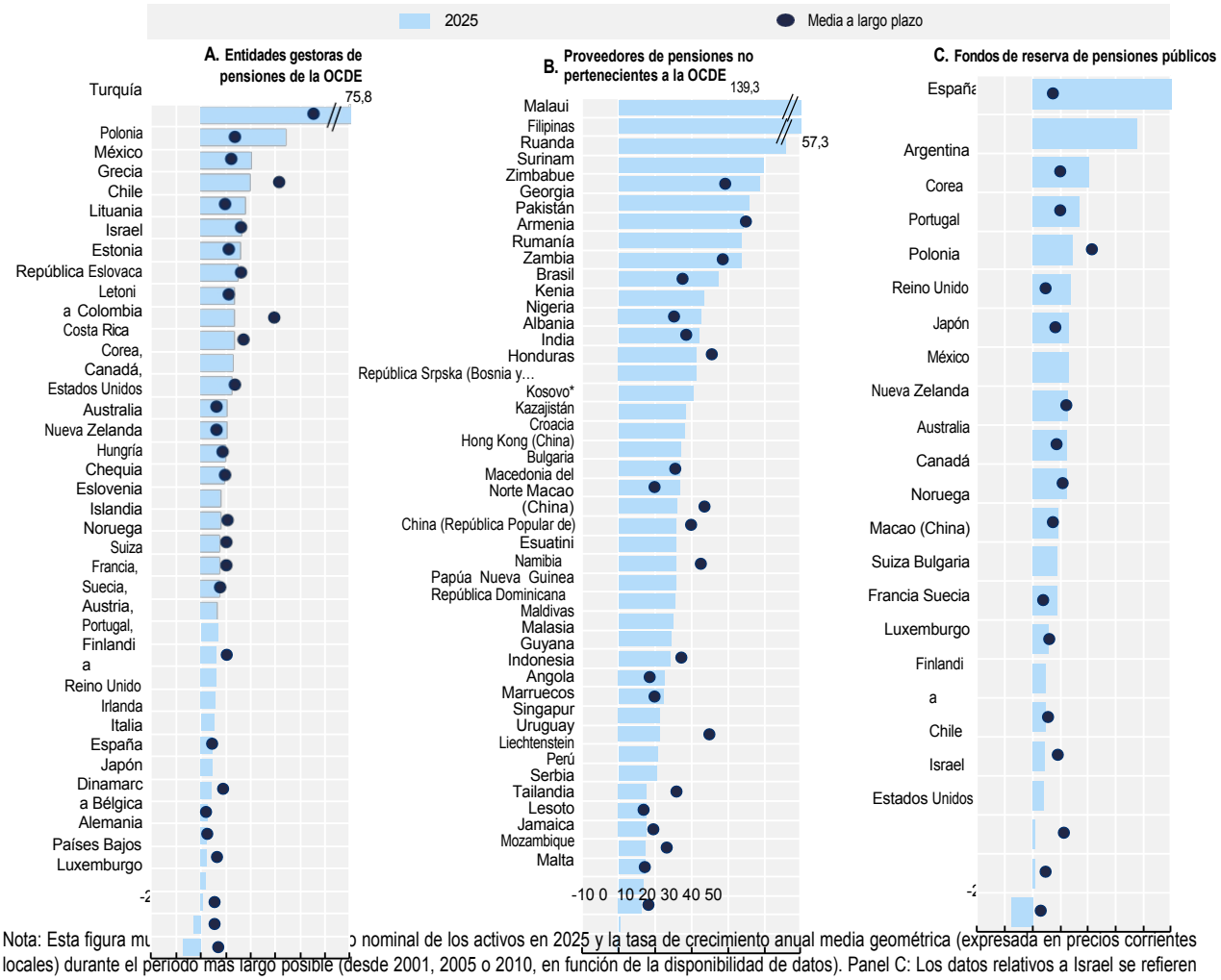
Nota: El gráfico muestra los activos al final de cada año, desde finales de 2001 hasta finales de 2025, basándose en datos anuales. El importe total de los activos al final de un año determinado se calcula a partir de todos los países de la OCDE y de los fondos de reserva de pensiones públicas (PPRF) para los que se dispone de datos. Por lo tanto, el número de países y de PPRF incluidos en los totales puede variar a lo largo de los años. Los totales, expresados en billones de dólares estadounidenses, se indican a precios corrientes. Los totales en porcentaje del PIB se calculan como los activos de pensiones en la OCDE (expresados en dólares estadounidenses) sobre la suma de los PIB de todos los países de la OCDE, en dólares estadounidenses.
Fuente: Estadísticas mundiales sobre pensiones de la OCDE y otras fuentes.

StatLink https://stat.link/47k1yl

Los activos de pensiones crecieron en casi todas las jurisdicciones en 2025, mientras que disminuyeron en dos países de la OCDE: Luxemburgo (-7,4 %), debido a la liquidación de un fondo de pensiones de empresa, y los Países Bajos (-3,1 %), debido a los resultados negativos de las inversiones de los fondos de pensiones en 2025. Esta tendencia concuerda con el crecimiento a largo plazo de los activos en todas las jurisdicciones, que ha sustentado el crecimiento mundial de los activos de pensiones durante las dos últimas décadas (Figura 1.2). Los activos de los fondos de reserva de pensiones públicas también crecieron en la mayoría de los países de la OCDE en 2025 y a largo plazo, excepto en Estados Unidos. Las reservas en Estados Unidos han ido disminuy mente desde 2021, lo que ha compensado en parte el aumento de los activos de los fondos de reserva en otros lugares, ya que Estados Unidos cuenta con el mayor fondo de reserva de pensiones públicas.

Figura 1.2. Tasa de crecimiento nominal de los activos de pensiones, en 2025 y media a largo plazo

En porcentaje



Nota: Esta figura mu[illegible]o nominal de los activos en 2025 y la tasa de crecimiento anual media geométrica (expresada en precios corrientes locales) durante el período más largo posible (desde 2001, 2005 o 2010, en función de la disponibilidad de datos). Panel C: Los datos relativos a Israel se refieren al Fondo del Instituto Nacional de la Seguridad Social (NII), que respalda el sistema general de seguridad social y se utiliza para una amplia gama de prestaciones (incluidas las pensiones de vejez).

Fuente: Estadísticas Globales de Pensiones de la OCDE y otras fuentes.

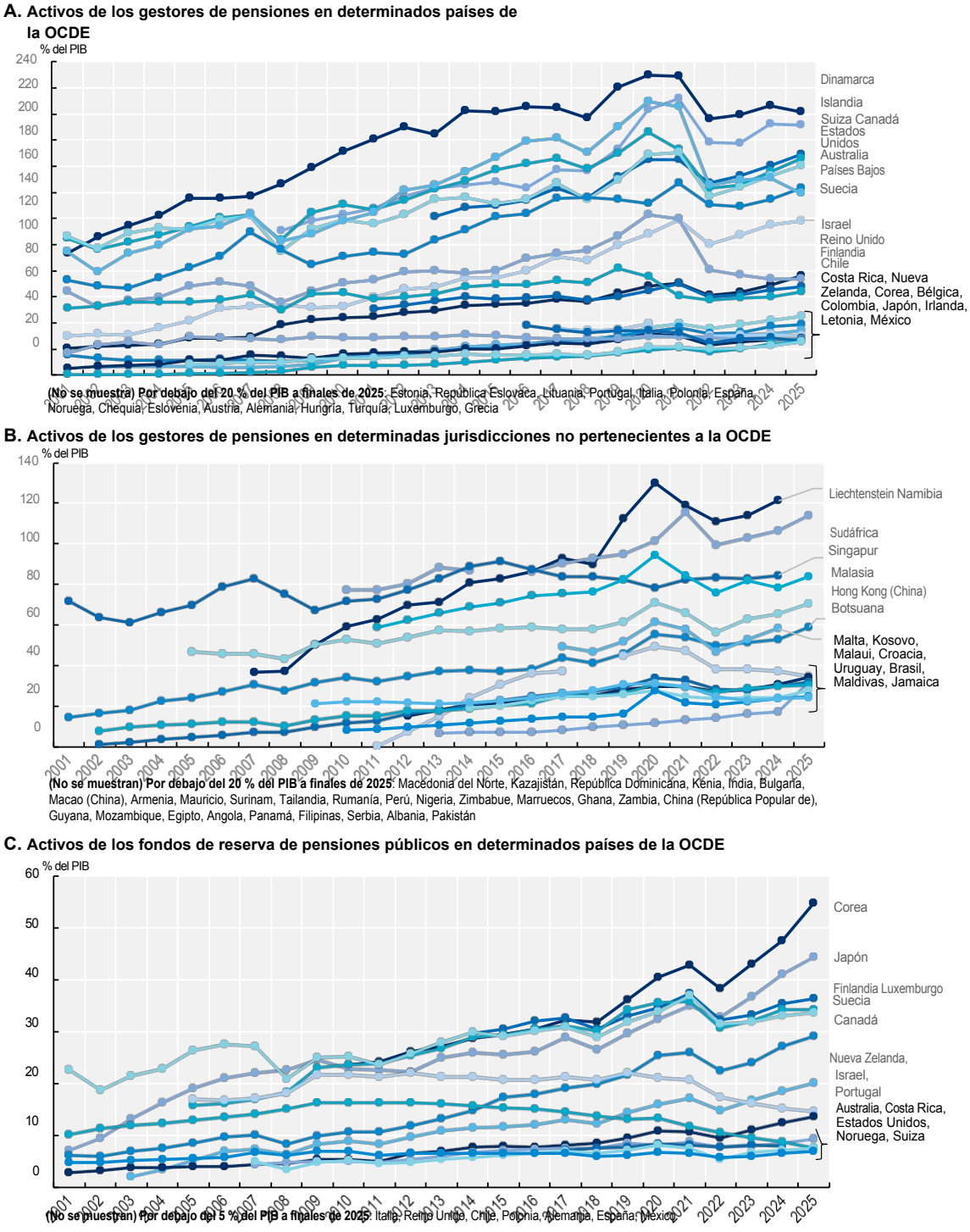
StatLink https://stat.link/o7lx6b

El crecimiento de los activos de pensiones ha sido desigual entre los distintos países. Entre los países de la OCDE, Grecia y la República de Turquía (en lo sucesivo, «Turquía») han registrado algunas de las tasas de crecimiento más elevadas en 2025 y a largo plazo. Ambos países cuentan con sistemas de pensiones financiados con activos relativamente recientes y disponían de un volumen reducido de activos de pensiones en la década de 2000, lo que se tradujo en tasas de crecimiento anual más elevadas que en las jurisdicciones donde los sistemas de pensiones financiados con activos se introdujeron antes (por ejemplo, Canadá, Dinamarca, Japón, el Reino Unido y Estados Unidos). Es probable que la elevada inflación también haya influido en algunas de las jurisdicciones con las tasas de crecimiento más elevadas (por ejemplo, Turquía y Zimbabue).

Los activos de pensiones han crecido a un ritmo diferente en relación con el tamaño de la economía. Analizar los activos en relación con el tamaño de la economía, medido por el PIB, permite controlar el efecto de la inflación. Por ejemplo, los activos de las pensiones han crecido moderadamente en relación con el PIB y se mantuvieron en niveles bajos a finales de 2025 en Turquía (3,4 % del PIB), a pesar de las elevadas tasas de crecimiento de los precios locales. Por el contrario, el crecimiento de los activos fue especialmente fuerte en Dinamarca e Islandia entre los países de la OCDE, y en Liechtenstein y Namibia entre las jurisdicciones no pertenecientes a la OCDE, por ejemplo (Figura 1.3). Los activos de los fondos de reserva de pensiones públicos también han crecido más rápido que el PIB en la mayoría de los países, especialmente en el Fondo de Inversión de Pensiones del Gobierno de Japón y en el Fondo Nacional de Pensiones de Corea. Por el contrario, las reservas en Estados Unidos disminuyeron del 10,1 % del PIB a finales de 2001 al 7,6 % del PIB a finales de 2025.

Figura 1.3. Evolución de los activos de los gestores de pensiones y de los fondos de reserva de pensiones públicos

Como porcentaje del PIB

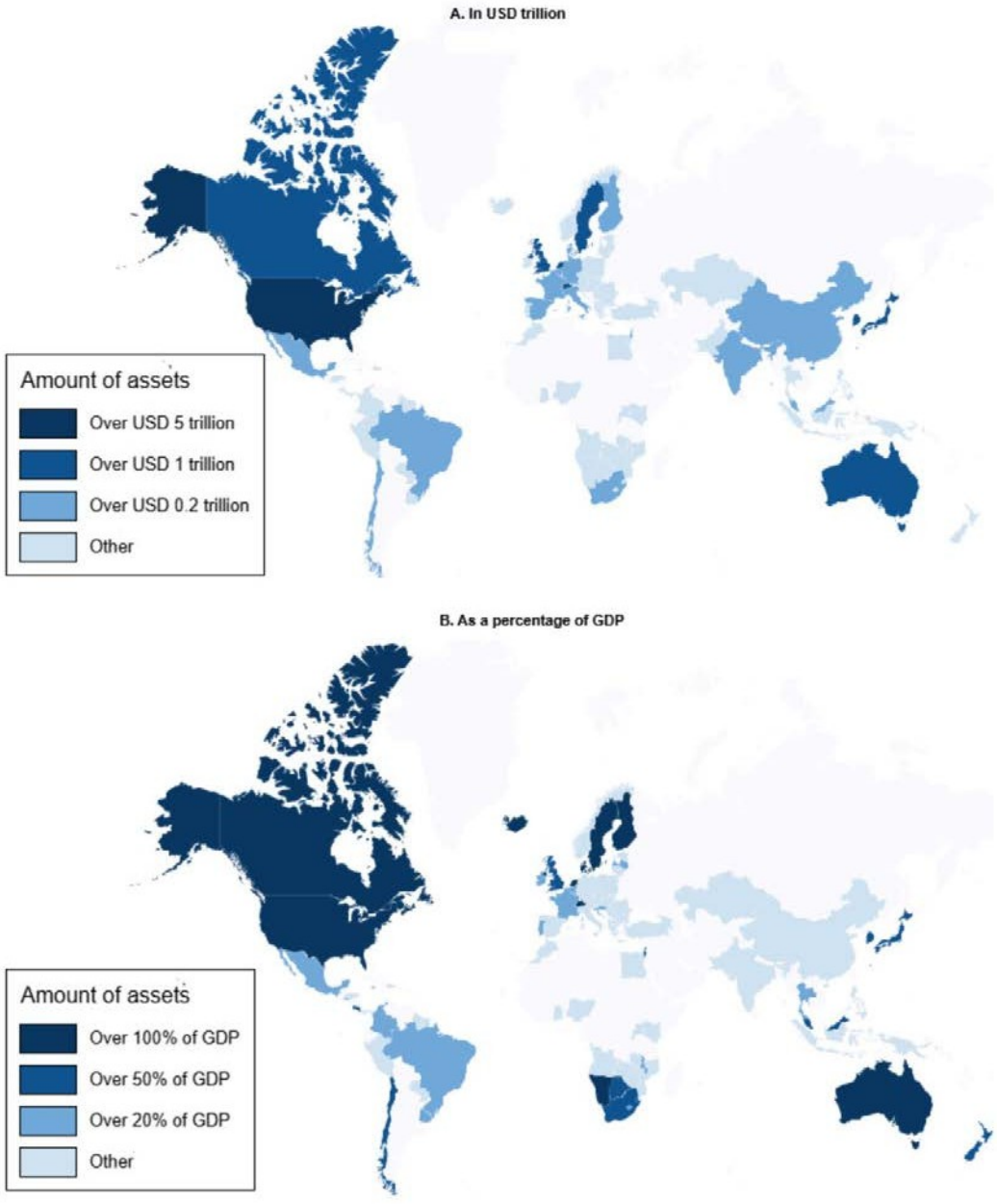


Fuente: Estadísticas globales sobre pensiones de la OCDE y otras fuentes.

StatLink https://stat.link/6v2oy0

A finales de 2025, los activos de pensiones presentaban una distribución geográfica desigual. La mayor parte de los activos se concentraba en América del Norte (Canadá y Estados Unidos), Europa Occidental (Países Bajos, Suiza y Reino Unido), Australia y Japón. Por ejemplo, Estados Unidos contaba con activos por valor de 51,8 billones de dólares (incluidos 2,3 billones de dólares en reservas para el sistema público de pensiones), lo que representaba cerca de dos tercios del total de activos de pensiones a nivel mundial. Canadá, Dinamarca, Islandia, Suiza y Estados Unidos cuentan con los fondos de activos más grandes en relación con el PIB . El volumen de activos de pensiones también varía dentro de las regiones, con grandes diferencias entre las distintas jurisdicciones de América Latina, África y Europa (Figura 1.4).

Figura 1.4. Activos destinados a la jubilación a finales de 2025 o en el último año del que se dispone de datos



Nota: Los datos se refieren a la suma de los activos de los proveedores de pensiones y de los fondos de reserva de pensiones públicos. Fuente: Estadísticas Globales de Pensiones de la OCDE.

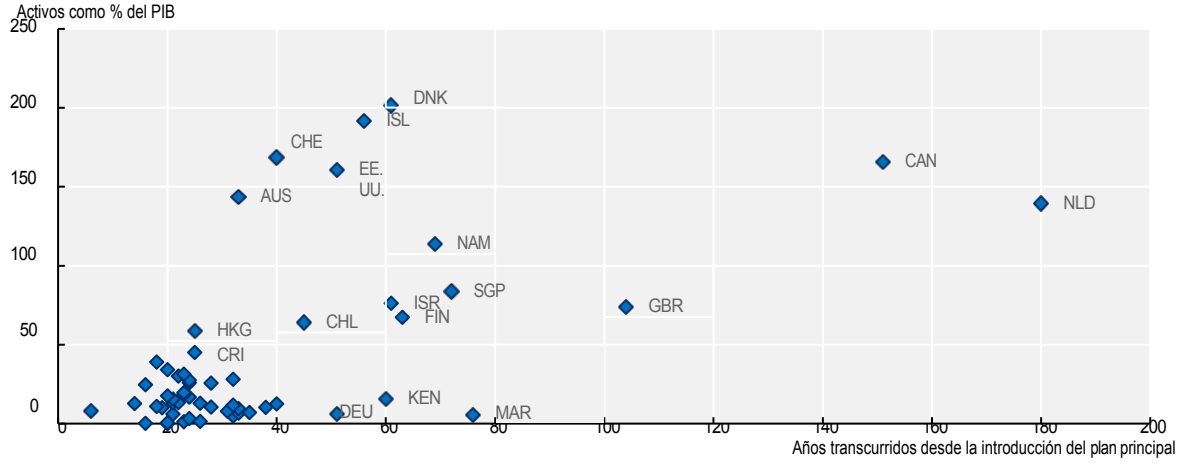
StatLink https://stat.link/i04h6z

Las diferencias entre jurisdicciones se están acentuando. Algunas jurisdicciones seguían teniendo un volumen reducido de activos de pensiones en relación con el PIB a finales de 2025, mientras que otras, que ya contaban con un volumen elevado a principios de la década de 2000, siguen registrando un fuerte crecimiento de los activos (Figura 1.3). Algunas jurisdicciones también cuentan con reservas de los regímenes públicos de pensiones relativamente importantes, que superan el volumen de activos gestionados por los proveedores de pensiones, como es el caso de Japón y Corea.

El momento en que los países introdujeron los planes de pensiones respaldados por activos también explica la diferencia en el volumen de activos de pensiones a finales de 2025. Las jurisdicciones que introdujeron recientemente las pensiones respaldadas por activos siguen teniendo un volumen relativamente bajo de activos de pensiones en comparación con aquellas que las introdujeron antes (Figura 1.5), en las que los activos de pensiones han tenido más tiempo para acumularse. Sin embargo, algunas jurisdicciones que introdujeron las pensiones respaldadas por activos aproximadamente al mismo tiempo presentaban importes diferentes de activos a finales de 2025 (por ejemplo, Alemania y Estados Unidos), lo que demuestra que otros factores, como el acceso a un plan de pensiones, la participación, las tasas de cotización y la rentabilidad de las inversiones, también influyen en la acumulación de activos.

Figura 1.5. Volumen de activos alcanzado desde la puesta en marcha del plan principal, a finales de 2025

Como porcentaje del PIB



Fuente: Estadísticas mundiales sobre pensiones de la OCDE.

StatLink https://stat.link/9ds5jv

1.2. Cómo crecen los activos de pensiones

Para comprender el crecimiento de los activos de pensiones es necesario analizar la interacción entre las entradas y las salidas, tanto a nivel individual como nacional. Comprender los mecanismos que subyacen a estos flujos permitiría evaluar si es probable que continúe el crecimiento de los activos de pensiones observado durante las dos últimas décadas y en qué circunstancias. El análisis explica, en primer lugar, cómo los individuos acumulan y consumen los activos de pensiones a lo largo de su vida y, a continuación, examina cómo la suma de los activos de pensiones de todos los individuos determina la evolución a nivel nacional. El análisis concluye con un estudio de las entradas y salidas en los fondos de reserva de las pensiones públicas.

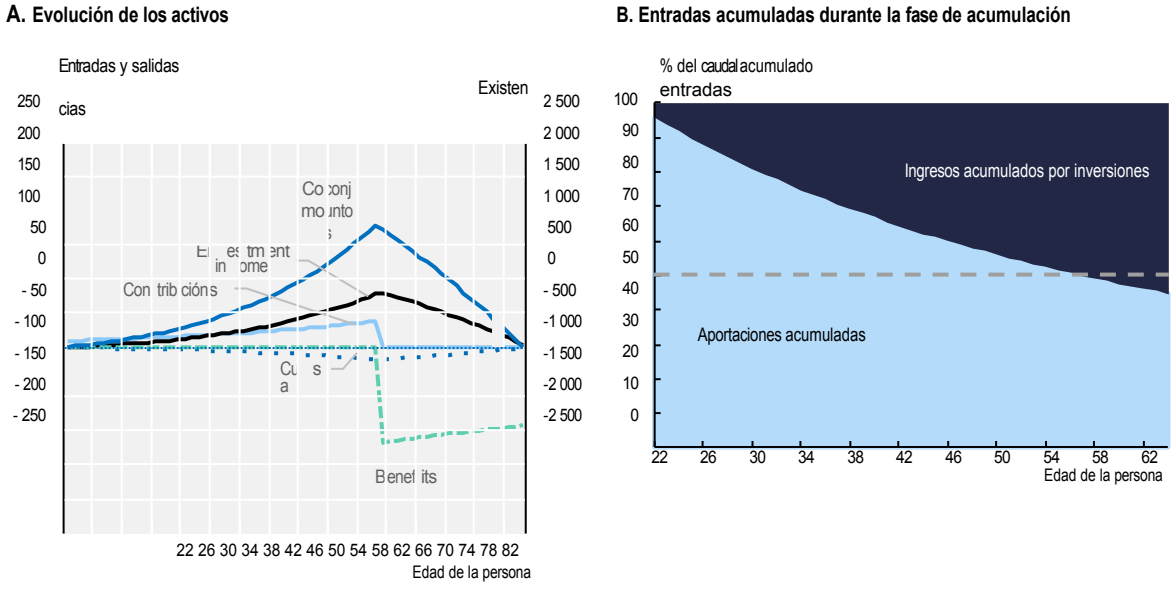
El crecimiento de los activos de pensiones refleja el equilibrio entre las cotizaciones, los ingresos por inversiones y el pago de las prestaciones de jubilación. A nivel individual, los activos de pensiones crecen inicialmente porque las personas ahorran para la jubilación y obtienen rendimientos de sus inversiones. Por lo tanto, la cantidad acumulada se ve influida por factores como las tasas de cotización y la composición de la cartera de inversiones. Posteriormente, los activos de pensiones disminuyen porque las personas retiran sus ahorros para financiar su jubilación.

A nivel nacional, los activos de pensiones evolucionan en función del número de personas que ahorran para la jubilación y del número de personas que retiran fondos para financiarla. El número de personas que ahorran para la jubilación depende de la cobertura y la adhesión a los planes de pensiones basados en activos, es decir, del número de personas que tienen acceso a ellos, participan en ellos y cotizan. El número de personas que retiran fondos depende del número de jubilados y de cuántos de ellos acumularon activos durante su vida laboral. La estructura de la población, el número de años transcurridos desde la introducción del sistema de pensiones basado en activos y las reformas que afectan a la participación, las cotizaciones, la inversión y el pago de prestaciones también influyen en la evolución de los activos de pensiones agregados.

1.2.1. Cómo acumulan y retiran los particulares los activos de pensiones

Las personas acumulan activos a lo largo del tiempo aportando parte de sus ingresos a planes de pensiones basados en activos. Los gestores de dichos planes invierten estas aportaciones, que con el tiempo generan una rentabilidad neta de comisiones. Naturalmente, hay períodos en los que los activos registran una rentabilidad negativa (por ejemplo, durante la crisis financiera de 2008). Las aportaciones y los rendimientos netos se acumulan a lo largo de la vida laboral del individuo. Al jubilarse, comienzan los pagos de prestaciones de pensió , lo que, en última instancia, conduce a la desinversión de los activos acumulados previamente (Figura 1.6, Panel A).[2]

Figura 1.6. Ilustración de la evolución de los activos de una persona en un plan de pensiones de aportación definida



Nota: Esta figura ilustra cómo pueden evolucionar los activos de pensiones en un plan de aportación definida a lo largo de la vida laboral y la jubilación de una persona, así como el papel que desempeñan las aportaciones, los rendimientos de las inversiones, las comisiones y los pagos de prestaciones en la evolución de los activos. El panel A muestra las aportaciones anuales, los rendimientos de las inversiones, las comisiones y los pagos de prestaciones en el lado izquierdo (entradas y salidas), y el importe total de los activos (saldo) en el lado derecho. Las entradas se muestran como valores positivos, mientras que las salidas se muestran como valores negativos. El panel B muestra el desglose de las entradas acumuladas en el plan de pensiones durante la fase de acumulación entre aportaciones e ingresos por inversiones. Los resultados dependen de los supuestos.

StatLink https://stat.link/msnik8

Es posible que el crecimiento de los activos no sea lineal. Las personas pueden interrumpir y reanudar sus aportaciones, sufrir pérdidas de inversión debido a caídas en los mercados financieros o acceder a sus ahorros si la legislación o las normas del plan lo permiten. Los activos también podrían reducirse bruscamente en el momento de la jubilación en caso de que se produzca un pago único.

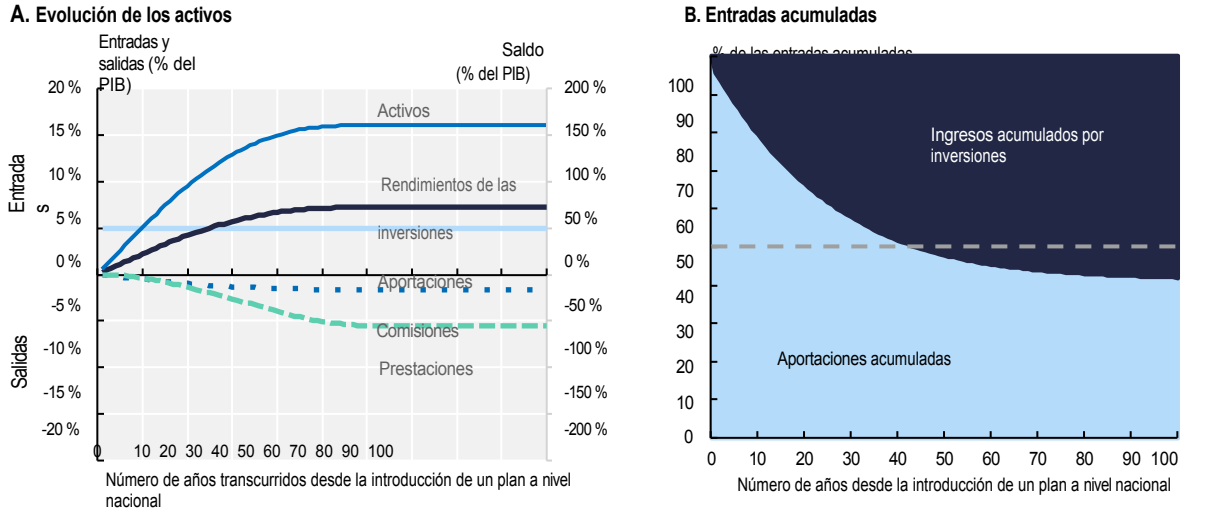
Los rendimientos de las inversiones adquieren mayor importancia con el tiempo, a medida que crece el volumen de activos que generan rentabilidad. En un momento dado, dependiendo de los supuestos, los rendimientos de las inversiones podrían tener un peso mayor que las aportaciones en la composición de los activos de pensiones (Figura 1.6, Panel B). El papel cada vez más importante de los rendimientos de las inversiones en los

se debe al efecto del interés compuesto. El interés compuesto es el resultado de obtener un interés tanto sobre las aportaciones como sobre los intereses devengados anteriormente (Batsman, 2026[1]; Hartmann, s. f.[2]). El efecto del interés compuesto continúa incluso cuando cesan las aportaciones, ya que las aportaciones anteriores siguen generando unos ingresos por inversiones e es si los activos permanecen en el plan.[3] Durante la fase de desacumulación, los activos de pensiones disminuyen en la medida en que los pagos de prestaciones de pensiones superan los ingresos por inversiones obtenidos de los activos restantes.

1.2.2. Evolución de los activos de pensiones a nivel nacional

La acumulación de activos de pensiones a nivel nacional depende de múltiples parámetros, entre ellos la madurez del sistema de pensiones financiado con activos y la estructura demográfica. Cuando las pensiones financiadas mediante activos llevan mucho tiempo en vigor y han alcanzado su plena madurez (es decir, todas las personas han acumulado activos durante toda su vida laboral con arreglo a las mismas normas del plan), los flujos de entrada y salida de los planes pueden mantenerse constantes si la estructura demográfica se mantiene estable, lo que da lugar a un nivel estable de activos de pensiones (Figura 1.7, Panel A).[4, 5]

Figura 1.7. Ilustración de la evolución de los activos de pensiones de contribución definida a nivel nacional



Nota: Esta figura ilustra cómo pueden evolucionar los activos de pensiones a nivel nacional tras la introducción de un plan de contribución definida, así como el papel que desempeñan las aportaciones, los ingresos por inversiones, las prestaciones y las comisiones en la evolución de los activos. Esta ilustración se basa en varias hipótesis. El panel A muestra los flujos de entrada anuales agregados (aportaciones e ingresos por inversiones), los flujos de salida (prestaciones y comisiones) (en la parte izquierda) y los activos acumulados como porcentaje del PIB (en la parte derecha) a nivel nacional desde la introducción del plan de contribución definida. El panel B muestra el desglose de los flujos de entrada acumulados totales desde la introducción del plan de contribución definida entre aportaciones e ingresos por inversiones.

StatLink https://stat.link/l1t4vn

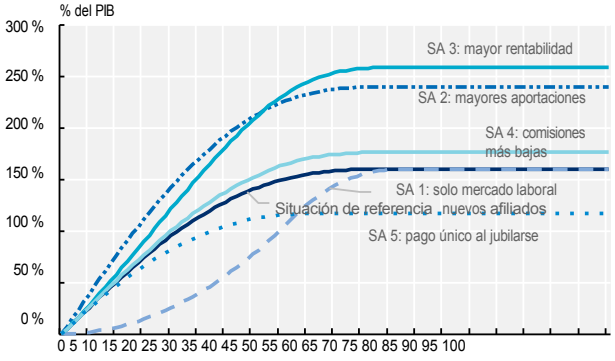
Con el paso del tiempo, los ingresos por inversiones desempeñan un papel cada vez más importante en la financiación de las pensiones financiadas con activos, tanto a nivel nacional como individual. Las cotizaciones son la principal fuente de entradas en los primeros años tras la introducción de un plan de pensiones. La inversión de las cotizaciones en los mercados de capitales genera ingresos por inversiones, que crecen con el tiempo al beneficiarse del efecto del interés compuesto (Figura 1.7, Panel B).

El volumen de entradas y salidas de los planes determina tanto el ritmo al que se acumulan los activos de pensiones como el nivel de dichos activos. Por ejemplo, un nuevo plan de pensiones que cubra solo a una parte de la población generaría niveles de cotización más bajos y un crecimiento más lento de los activos de pensiones que un plan disponible para todos. Unos niveles de cotización más elevados, unos ingresos por inversiones más altos derivados de mayores rendimientos o unas comisiones más bajas dan lugar a mayores entradas, lo que se traduce en un crecimiento más rápido de los activos de pensiones y en niveles más elevados de dichos activos (Figura 1.8, Panel A). Las personas pueden realizar aportaciones voluntarias por encima de los niveles de cotización obligatorios o mínimos,

lo que puede acelerar la acumulación de activos y aumentar las futuras prestaciones de jubilación, tal y como se analiza con más detalle en el capítulo 2. Los ingresos por inversiones contribuyen en mayor medida al crecimiento de los activos de pensiones cuando los rendimientos de las inversiones son más elevados, las comisiones son más bajas o el horizonte de inversión es más largo (Figura 1.8, Panel B). El crecimiento de los activos de pensiones se estabiliza a medida que un número cada vez mayor de jubilados recibe prestaciones basadas en un período de cotización completo (Figura 1.8, Panel A). El tipo de pago de las prestaciones también influye en el total de los activos de pensiones, ya que los pagos únicos reducen el total de los activos de pensiones en mayor medida que otras opciones de pago en las que los activos permanecen invertidos durante la fase de desinversión, como las retiradas programadas.

Figura 1.8. Análisis de sensibilidad de la acumulación de activos a nivel nacional

A. Acumulación de activos de pensiones a nivel nacional según el escenario de referencia y diferentes análisis de sensibilidad (AS)



B. Porcentaje de los ingresos acumulados por inversiones respecto al total de entradas en distintos momentos y bajo diferentes hipótesis

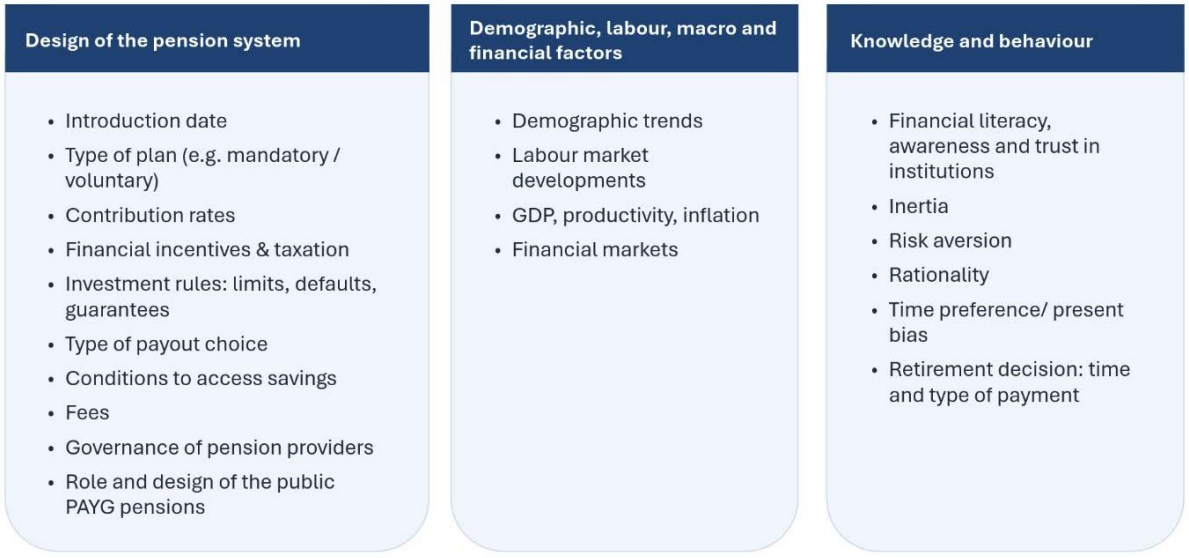
	Tiempo transcurrido desde la implantación del plan			
	10 años	20 años	30 años	40 años
Valor de referencia	20,5 %	33,4 %	42,3 %	48,3 %
SA 1: solo mano de obra nuevos participantes en el mercado laboral	15,6 %	25,9 %	34,3 %	41,3 %
SA 2 - mayor contribuciones	20,5 %	33,4 %	42,3 %	48,3 %
SA 3 - mayor rendimientos	30,5 %	48,2 %	59,5 %	66,8 %
SA 4: comisiones más bajas	20,8 %	34,2 %	43,5 %	49,9 %
SA 5 - Pago único al jubilación	19,5 %	30,8 %	38,2 %	43,0 %

Nota: Las cifras son meramente ilustrativas y no se refieren al caso de ningún país concreto. La hipótesis de referencia es la misma que en la figura 1.7. La figura muestra los resultados de diferentes análisis de sensibilidad (AS), en los que se modifica una hipótesis cada vez con respecto a la referencia: una incorporación gradual de la población en edad de trabajar (de modo que, durante la fase de implantación, solo se incorporen al plan los nuevos entrantes en el mercado laboral a los 22 años) en lugar de todos los trabajadores (AS 1), unos niveles de cotización un 50 % más elevados (debido a una tasa de cotización un 50 % más alta) que en la referencia (AS 2), una mayor tasa de rentabilidad nominal de la inversión (suponiendo una rentabilidad real del 5 % en lugar del 2,5 %, lo que implica una rentabilidad nominal del 7,1 % en lugar del 4,5 % para una tasa de inflación del 2 %) (AS 3), comisiones más bajas sobre los activos (reducidas a la mitad) (AS 4), un pago único a los 65 años (en lugar de una retirada programada) (SA 5). El panel A muestra la evolución de los activos en los diferentes casos. El panel B muestra la proporción acumulada de los ingresos por inversiones respecto al total de aportaciones en diferentes momentos tras la introducción del plan de pensiones.

StatLink https://stat.link/c2vfue

Múltiples factores pueden influir en el volumen de entradas y salidas de los planes de pensiones. Estos factores son los relacionados con el diseño del sistema de pensiones; los factores demográficos, laborales, macroeconómicos y financieros; y los factores cognitivos y de comportamiento (Figura 1.9). Los dos primeros grupos de factores tienen un impacto en los flujos y en la acumulación de activos a nivel nacional y afectan a todas las personas de forma colectiva. Por ejemplo, los responsables políticos pueden optar por fijar una tasa de cotización obligatoria al diseñar el sistema de pensiones. Esta tasa de cotización determinará cuánto aportan los particulares o las empresas. Los factores financieros, como la evolución de los mercados financieros, influyen en el importe de los ingresos por inversiones que pueden obtener los afiliados. Los factores cognitivos y de comportamiento influyen en la forma en que los particulares ahorran, lo que a su vez repercute en los activos a nivel nacional.

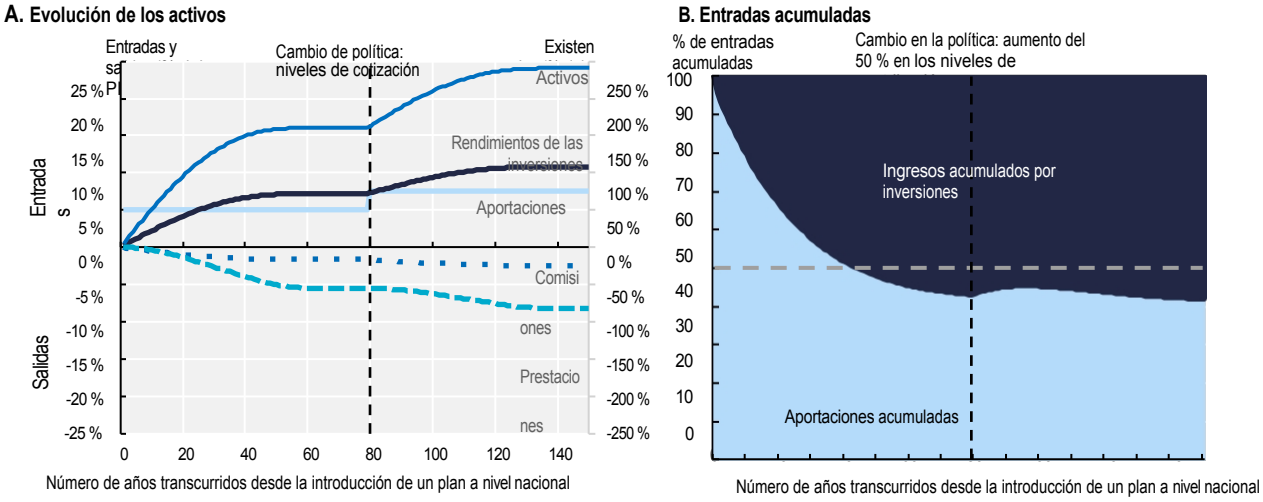
Figura 1.9. Factores que influyen en la velocidad y el nivel de acumulación de activos a nivel individual y nacional



Aunque los responsables políticos establecen una serie de parámetros (por ejemplo, las tasas de cotización o las comisiones) al diseñar el sistema de pensiones, pueden introducir cambios normativos y ajustar algunos de estos parámetros posteriormente. Por ejemplo, pueden decidir aumentar las tasas de cotización. Los cambios normativos pueden influir en los flujos de los planes de pensiones y en el crecimiento de los activos, que evolucionan en consonancia con los nuevos parámetros (Figura 1.10, Panel A). Los cambios en las políticas también pueden afectar a la proporción que representan los ingresos por inversiones en la financiación de las pensiones respaldadas por activos, al menos temporalmente, hasta que toda una generación de jubilados haya completado un período de acumulación íntegro bajo las nuevas normas (Figura 1.10, Panel B). El efecto de un cambio en las políticas sobre el papel de los ingresos por inversiones a largo plazo depende de si dicho cambio ha dado lugar a diferentes rendimientos de las inversiones, niveles de comisiones u horizontes de inversión.

La estructura de la población también influye en las entradas y salidas de los planes de pensiones financiados con activos y, por lo tanto, en el volumen de los activos de pensiones. Las entradas dependen del número de personas que cotizan, mientras que las salidas dependen del número de beneficiarios. Un cambio en el equilibrio entre ahorradores y jubilados modificaría la magnitud relativa de los flujos. Por ejemplo, una reducción del número de personas que se incorporan al mercado laboral daría lugar a menores niveles de cotizaciones destinadas a los planes de pensiones financiados con activos, si el resto de factores se mantuvieran constantes. Los ingresos por inversiones también serían menores, suponiendo que los rendimientos se mantuvieran constantes, al igual que el total de activos de pensiones. Del mismo modo, a medida que el número de personas jubiladas crezca en relación con el de quienes ahorran para la jubilación, las salidas en relación con las entradas aumentarán, lo que afectará negativamente al crecimiento de los activos de pensiones.

Figura 1.10. Ilustración del crecimiento de los activos de las pensiones de contribución definida a nivel nacional tras un cambio de política



Nota: Esta figura ilustra cómo podrían evolucionar los activos de pensiones a nivel nacional tras la introducción de un plan de contribución definida (DC) con los mismos supuestos que en el escenario de referencia durante los primeros 79 años. Un cambio de política en el año 80 aumenta los niveles de aportación en un 50 % (mediante un incremento de las tasas de aportación del 50 %) (tal y como se ha visto en el análisis de sensibilidad 2 anterior). El panel A muestra las entradas anuales (aportaciones e ingresos por inversiones), las salidas (prestaciones y comisiones) (en la parte izquierda) y los activos acumulados como porcentaje del PIB (en la parte derecha) a nivel nacional desde la introducción del plan de contribución definida y tras la reforma de las pensiones. El panel B muestra el desglose de los ingresos acumulados totales del plan de CD entre cotizaciones e ingresos por inversiones, desde la introducción del plan de CD y tras el cambio de política.

StatLink https://stat.link/luyg2x

1.2.3. Evolución de los activos en los fondos de reserva de pensiones públicos

Algunos sistemas de pensiones públicos también acumulan activos en fondos de reserva de pensiones públicos. Las entradas en estos fondos suelen proceder de un excedente de las cotizaciones respecto a los pagos de prestaciones de un plan de pensiones de reparto, o de otras fuentes, como los ingresos procedentes de la privatización o de la fiscalidad general (OCDE, 2021[3]). Estas entradas pueden generar ingresos por inversiones cuando se invierten en los mercados financieros y se benefician del efecto del interés compuesto. El desembolso depende del umbral que hayan establecido las jurisdicciones, como alcanzar un determinado déficit en el sistema de pensiones de reparto.

Los factores que influyen en la evolución de los activos de los fondos de reserva de las pensiones públicas también están relacionados con el diseño del sistema de pensiones (p. ej., fecha de introducción, fuente de financiación, tipo de pagos) y con factores socioeconómicos, demográficos y financieros (p. ej., tendencias demográficas, crecimiento del PIB, evolución de los mercados financieros).

Para completar la comprensión de cómo crecen los activos de las pensiones, las siguientes secciones se centran en la evolución a lo largo del tiempo de las cotizaciones, los ingresos por inversiones y los pagos de prestaciones de pensiones. Esto permite hacerse una idea de la magnitud respectiva de estas entradas y salidas y puede ayudar a evaluar la posible evolución futura de los activos de las pensiones y de los distintos flujos.

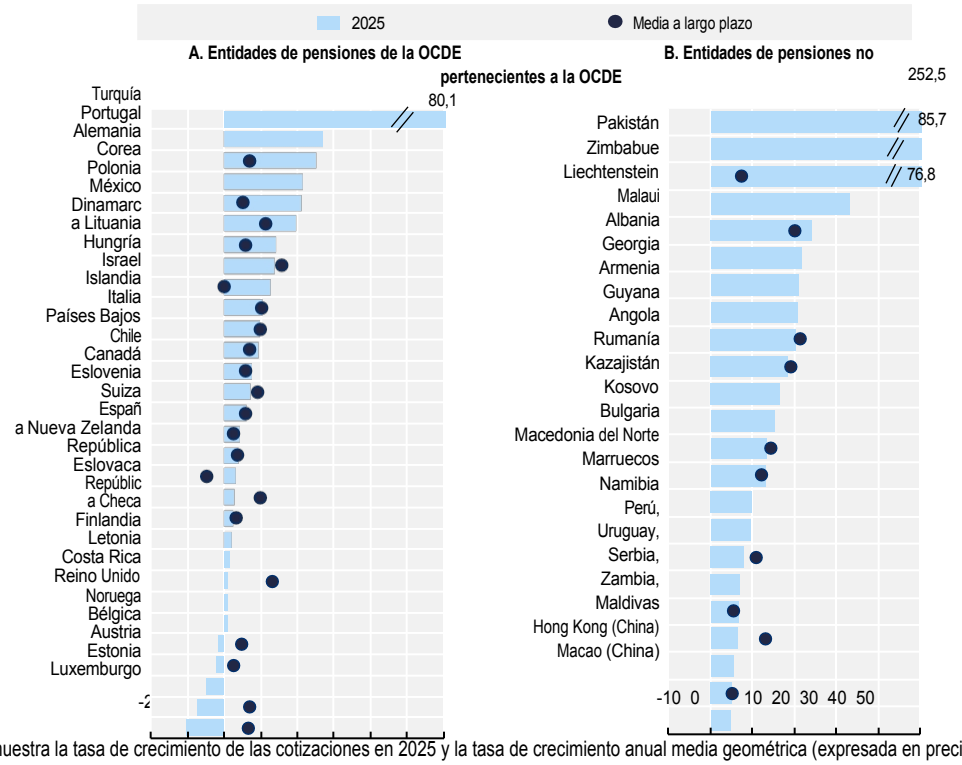
1.3. Las cotizaciones han aumentado en la mayoría de las jurisdicciones

Las cotizaciones a los planes de pensiones han crecido en 2025 y a lo largo de las últimas décadas en la mayoría de las 53 jurisdicciones examinadas, incluidos 25 países de la OCDE. Su crecimiento explica en parte el aumento de los activos de pensiones que registraron la mayoría de las jurisdicciones. Algunas jurisdicciones experimentaron un descenso de las cotizaciones en 2025, a pesar de un crecimiento positivo en promedio a largo plazo (Figura 1.11). España, por el contrario, experimentó un descenso de

las cotizaciones a largo plazo, pero esta tendencia a largo plazo podría estar invirtiéndose, ya que las cotizaciones a los fondos de pensiones aumentaron en 2023 (un 9 %), 2024 (un 10,9 %) y 2025 (un 3,3 %).

Figura 1.11. Tasa de crecimiento nominal de las cotizaciones, en 2025 y media a largo plazo

En porcentaje



Nota: Esta figura muestra la tasa de crecimiento de las cotizaciones en 2025 y la tasa de crecimiento anual media geométrica (expresada en precios corrientes locales) durante el período más largo posible (desde 2001, 2005 o 2010, en función de la disponibilidad de datos).
Fuente: Estadísticas mundiales sobre pensiones de la OCDE.

StatLink https://stat.link/60ovsi

Las aportaciones a los planes de pensiones respaldados por activos pueden aumentar cuando más personas tengan acceso a estos planes, participen en ellos y realicen aportaciones, o cuando las personas paguen aportaciones más elevadas.

1.3.1. Acceso

Más personas tienen acceso a los planes de pensiones cuando aumentan la población en edad de trabajar y la población ocupada, cuando se introducen nuevos planes de pensiones respaldados por activos, o cuando las normas para inscribir a las personas en los planes existentes se vuelven más flexibles y permiten que participe un mayor número de personas.

El número de personas en edad de trabajar que pueden acceder a un plan de pensiones respaldado por activos ha aumentado en las últimas décadas. La población en edad de trabajar (es decir, el número de personas de entre 15 y 64 años) ha pasado de 816 millones en 2005 a 884 millones en 2024 en la OCDE (OCDE, 2026[4]). Aproximadamente dos tercios de los países de la OCDE registraron un aumento del número de personas de entre 15 y 64 años desde principios de la década de 2000, lo que amplió la base de personas que podrían afiliarse y cotizar a un plan de pensiones. Algunos de los mayores incrementos desde principios de la década de 2000 se produjeron en Australia (un 39 %), Islandia (42 %), Israel (47 %) y Luxemburgo (55 %). Por el contrario, en otras jurisdicciones donde el número de personas de entre 15 y 64 años se ha reducido, se ha visto mermada la base de posibles afiliados a los planes, lo que puede ralentizar el crecimiento de las cotizaciones. Estas

jurisdicciones presentan bajas tasas de fecundidad (p. ej., Japón) o tasas de migración neta negativas, con más personas que se marchan del país que las que llegan (p. ej., en los países bálticos y en varios países de Europa Central y Oriental) (Banco Mundial, 2026[5]).

El aumento del empleo y la reducción del desempleo pueden permitir que una mayor proporción de la población en edad de trabajar acceda a un plan de pensiones a través del trabajo. Las tasas de desempleo han fluctuado desde principios de la década de 2000, aumentando durante la crisis financiera de 2008 y la pandemia de COVID-19, pero volviendo a niveles más bajos tras estas crisis y manteniéndose relativamente estables en general desde 2022 (OCDE, 2026[6]). Las tendencias en 2025 variaron de un país a otro: en aproximadamente la mitad de los países de la OCDE, el desempleo aumentó entre diciembre de 2024 y diciembre de 2025, mientras que en la otra mitad se mantuvo estable o disminuyó. El aumento de las tasas de desempleo en 2025 puede haber obstaculizado el crecimiento de las cotizaciones en estos países, mientras que la disminución en otros puede haber permitido que más personas tuvieran acceso a un plan a través del trabajo, lo que ha favorecido el crecimiento de las cotizaciones.

Muchas jurisdicciones también han facilitado el acceso a los planes de pensiones. Algunas han mejorado el acceso mediante la introducción de nuevos planes, la flexibilización de los criterios de elegibilidad para acceder a los planes existentes o la reducción de las barreras que impiden a los empleadores ofrecer un plan (Tabla 1.1). Algunas jurisdicciones han diseñado planes adaptados a subgrupos específicos de la población (p. ej., Kenia). La ampliación de la base de personas con acceso a un plan de pensiones puede, por lo tanto, favorecer el crecimiento de las cotizaciones si las personas se afilian al plan y cotizan.

Tabla 1.1. Políticas que facilitan el acceso a un plan de pensiones

Políticas	Jurisdicciones
Introducción de nuevos planes	Grecia (2002), Israel (2008), Malaui (2011), Noruega (2006), Filipinas (2021)
Flexibilización de los criterios de elegibilidad para acceder a los planes	Australia (2022), India (2025), Japón (2017), Corea (2017), Noruega (2022)
Simplificación de la oferta del plan	Francia (2019), España (2022), Estados Unidos (2022)
Planes adaptados a subgrupos	Kenia, Nigeria, Ruanda, Uganda

Nota: La lista no es exhaustiva ni de todas las políticas aplicadas ni de todas las jurisdicciones que han aplicado las políticas enumeradas.

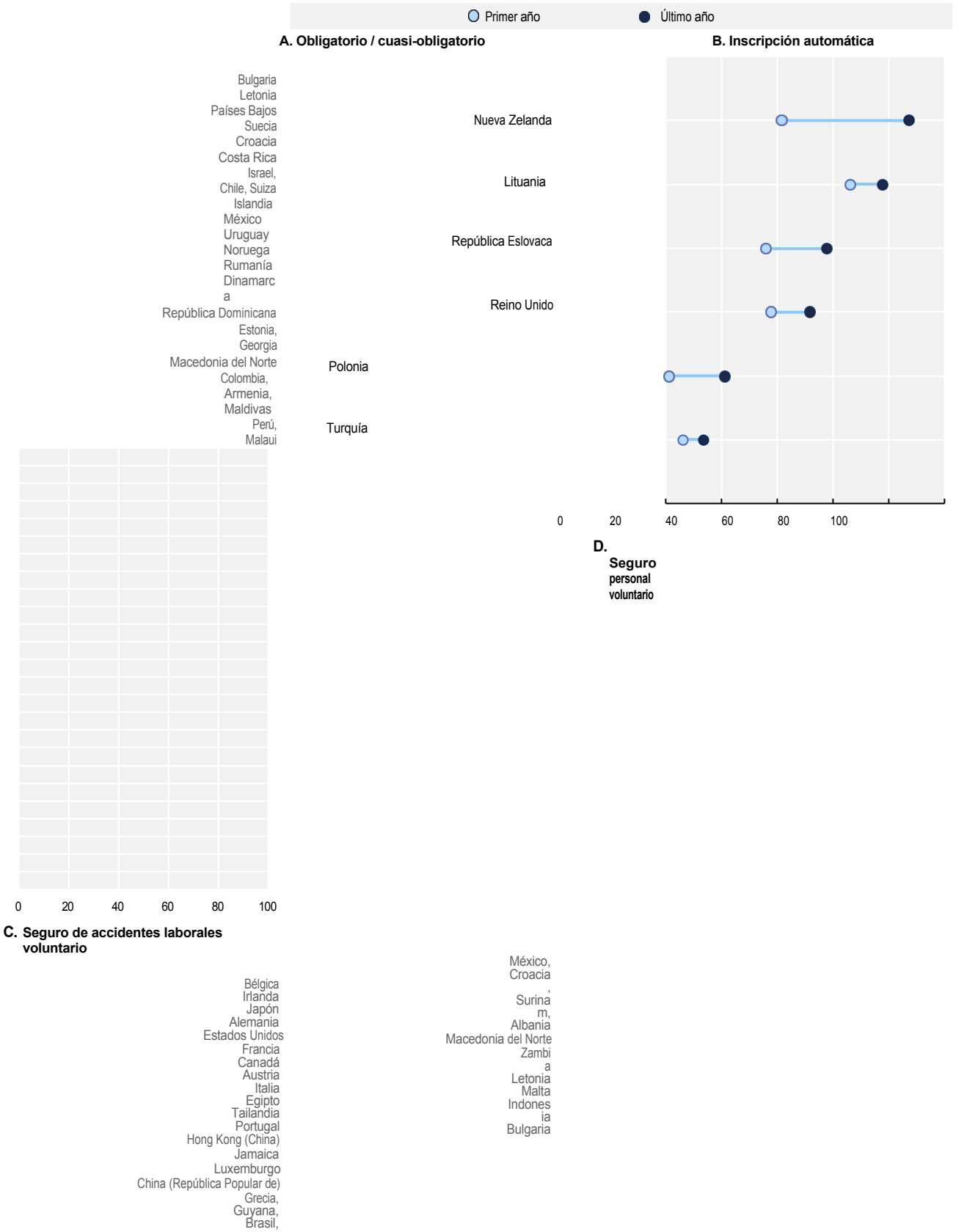
1.3.2. Participación

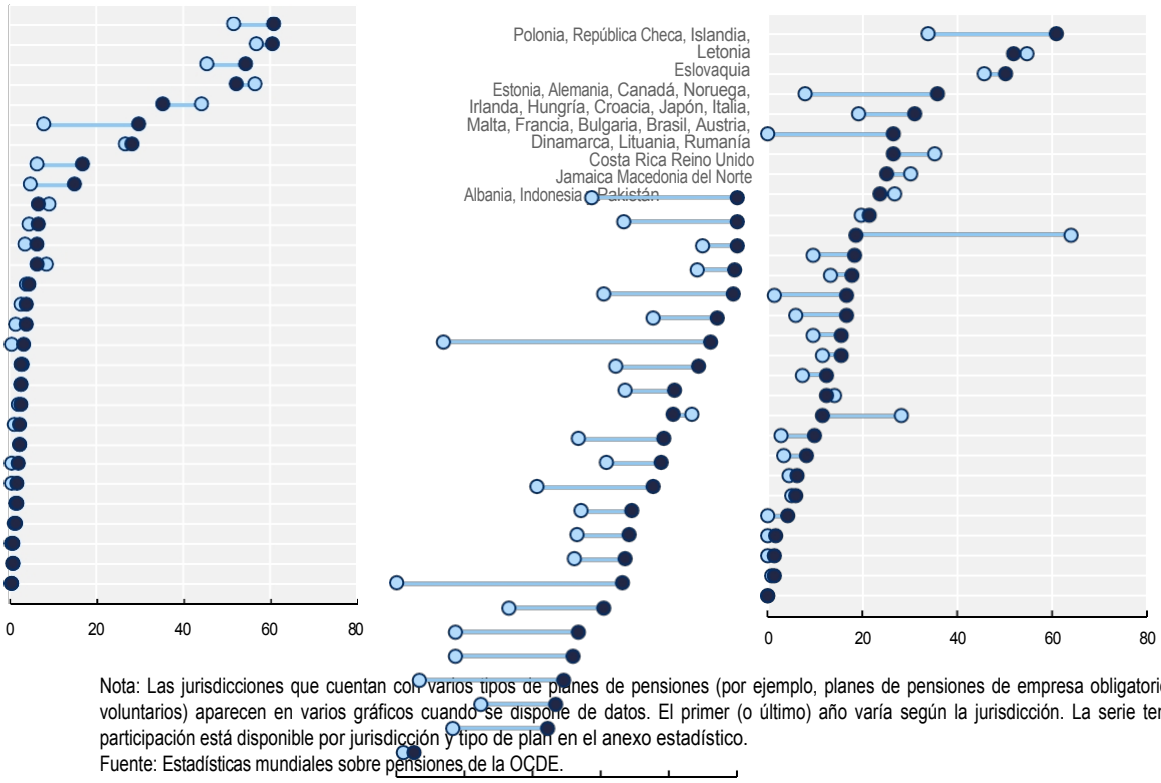
Las cotizaciones aumentarían si más personas participaran en un plan de pensiones respaldado por activos. Los responsables políticos pueden obligar a las empresas o a los particulares a participar en un plan, exigir a las empresas o a una institución pública que inscriban automáticamente a las personas en un plan, o dejar que las personas elijan adherirse a los planes a los que tienen acceso.

La participación en un plan ha aumentado en muchas jurisdicciones, especialmente allí donde se ha hecho obligatoria o donde se ha inscrito automáticamente a las personas. Por ejemplo, la tasa de participación de la población en edad de trabajar aumentó en más de 40 puntos porcentuales (p.p.) en Armenia, Bulgaria, Estonia, Israel y Nueva Zelanda, países que han hecho obligatoria la participación en un plan de pensiones o han introducido la inscripción automática desde principios de la década de 2000 (Figura 1.12).[6] En Islandia, los Países Bajos y Suecia, las tasas de participación se han mantenido relativamente constantes durante los últimos 10 a 20 años, ya que la participación en un plan ya estaba muy extendida al inicio de ese período. Si bien los programas de inscripción automática han dado lugar a un aumento de la participación de los trabajadores en Nueva Zelanda y en el Reino Unido, el éxito de los programas ha sido hasta ahora más moderado en Italia, Polonia y Turquía por razones específicas de cada país. La tasa de participación en los planes voluntarios se ha mantenido, en general, relativamente estable (p. ej., Canadá), con algunas excepciones (p. ej., Hungría). En Hungría, la tasa de participación en los fondos de pensiones descendió tras una reforma de las pensiones en 2010/11, que suspendió los pagos a los regímenes individuales obligatorios y ofreció a los afiliados la opción de redirigir sus activos al sistema público de pensiones de reparto. En Hong Kong (China), el descenso de la participación en los regímenes ORSO podría deberse a que un mayor número de empleadores optó por pasar a ofrecer los regímenes del Fondo de Previsión Obligatorio (MPF) introducidos en 2000.

Figura 1.12. Proporción de la población en edad de trabajar que participa en un régimen de pensiones, por tipo de régimen, en dos momentos distintos

Como porcentaje de la población en edad de trabajar





Nota: Las jurisdicciones que cuentan con varios tipos de planes de pensiones (por ejemplo, planes de pensiones de empresa obligatorios y planes personales voluntarios) aparecen en varios gráficos cuando se dispone de datos. El primer (o último) año varía según la jurisdicción. La serie temporal de las tasas de participación está disponible por jurisdicción y tipo de plan en el anexo estadístico.
Fuente: Estadísticas mundiales sobre pensiones de la OCDE.

StatLink https://stat.link/k7n6p3

Además de la inscripción automática y la obligatoriedad, los responsables políticos han aplicado otras medidas para fomentar la participación en los planes de pensiones. Entre ellas se incluyen la oferta de incentivos financieros o la puesta en marcha de campañas de comunicación y programas de educación financiera (Tabla 1.2). Francia ha aumentado la participación en los planes de pensiones mediante una reforma de las pensiones (parte de la *«Loi Pacte»*), que simplificó la oferta de planes de pensiones con tres tipos principales de productos (denominados PER) (DREES, 2022[7]), respaldados con incentivos financieros. La República Eslovaca también ha experimentado un aumento en la participación en planes de pensiones personales voluntarios, que el Banco Central ha respaldado mediante iniciativas de educación financiera (5 peňazí) (NBS, s. f.[8]). Las campañas de comunicación y la educación financiera pueden contribuir a que las personas se impliquen en la planificación de su jubilación y busquen asesoramiento financiero si lo necesitan (capítulo 4).

Tabla 1.2. Políticas para fomentar la participación en un plan de pensiones

Políticas	Jurisdicciones
Obligatoriedad de la participación en un plan	Chile (2019), Grecia (2022), Israel (2008), Malaui (2011), Noruega (2006)
Inscripción automática	Canadá (2012), Italia (2007), Lituania (de 2019 a 2025), Nueva Zelanda (2007), Polonia (2019), República Eslovaca (2023), Turquía (2017), Reino Unido (2012), Estados Unidos (2025)
Incentivos económicos	Muchos países
Campañas de comunicación y programas de educación financiera	Ghana (2022), República Eslovaca (2020)

Nota: La lista no es exhaustiva ni de todas las políticas aplicadas ni de todas las jurisdicciones que han aplicado las políticas enumeradas. Chile introdujo una ley en 2019 que exige a los trabajadores autónomos que emiten facturas por servicios prestados el pago de cotizaciones a la seguridad social. La inscripción automática en Canadá se aplica específicamente a un tipo de planes de pensiones (planes de pensiones registrados mancomunados). La Ley SECURE 2.0 de Estados Unidos exige a los empleadores que abran nuevos planes 401(k) que inscriban automáticamente a los empleados que cumplan los requisitos (a partir de 2025). La Ley SECURE 2.0 también permite a los empleadores más pequeños incorporarse a planes existentes .

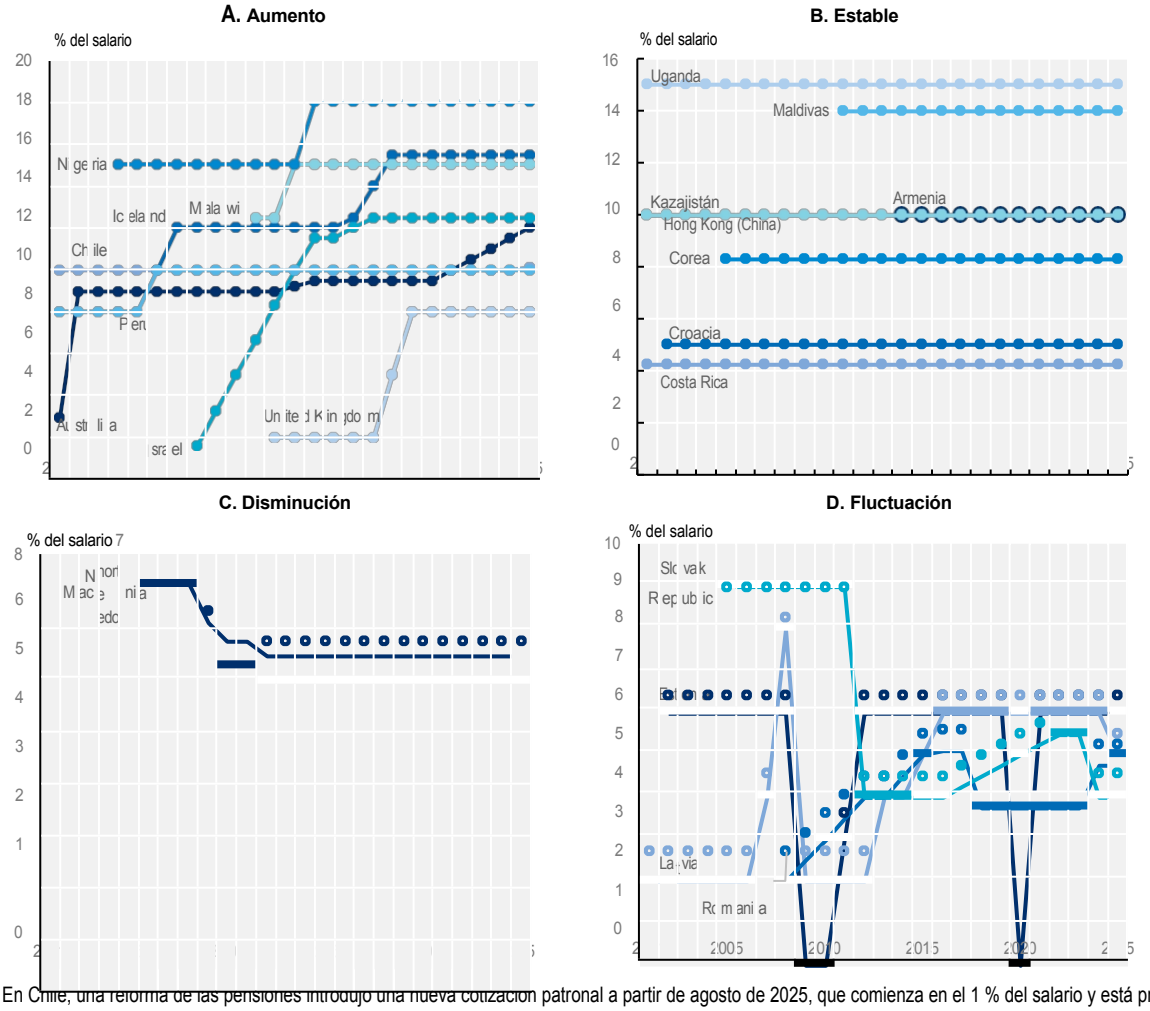
1.3.3. Aportaciones

Las aportaciones que las personas realizan a sus planes de pensiones respaldados por activos pueden aumentar cuando suben los salarios, cuando aumentan las tasas de aportación obligatoria o cuando las personas realizan aportaciones voluntarias adicionales.

El aumento de los salarios nominales ha sido probablemente un factor que ha contribuido al crecimiento de las aportaciones. Los salarios nominales han crecido en todos los países de la OCDE desde principios de la década de 2000 (OCDE, 2026[9]). El crecimiento ha sido relativamente moderado en Japón, mientras que ha sido uno de los más fuertes en los países bálticos (un 8 % de media anual en Estonia y Lituania, y un 9 % en Letonia desde 2001). El aumento de los salarios conlleva un aumento de las cotizaciones nominales que gravan el salario, si el resto de factores se mantienen constantes.

La evolución de los tipos de cotización obligatorios y mínimos también ha influido en el crecimiento de las cotizaciones. Los tipos de cotización han aumentado en varios países, como Australia, Islandia y el Reino Unido (Figura 1.13). Australia e Islandia aumentaron las cotizaciones obligatorias a cargo de los empleadores. Islandia también aumentó las cotizaciones obligatorias a cargo de los empleados. Islandia registró uno de los mayores incrementos en las tasas de cotización durante las dos últimas décadas, pasando del 10 % en 2006 al 15,5 % en 2025, lo que probablemente explica por qué ha tenido una tasa de crecimiento de las cotizaciones relativamente elevada durante ese período (un 9,9 % anual de media, figura 1.11). Por el contrario, las tasas de cotización obligatorias y mínimas se han mantenido estables en otras jurisdicciones (por ejemplo, Armenia, Croacia, Hong Kong (China) y Kazajistán)[7] o han fluctuado (por ejemplo, Letonia, Lituania y la República Eslovaca).[8] Algunas de estas fluctuaciones se produjeron en épocas de crisis (por ejemplo, la crisis financiera o la COVID-19). La reciente disminución de la tasa de cotización en la República Eslovaca (del 5,5 % en 2023 al 4 % en 2024 y 2025) puede explicar en parte el aumento relativamente menor de las cotizaciones en 2025 (2,5 %) en comparación con la tasa de crecimiento media anual de las cotizaciones a largo plazo (figura 1.11).

Figura 1.13. Evolución de los porcentajes de cotización obligatorios o mínimos a los planes de pensiones



Nota: En Chile, una reforma de las pensiones introdujo una nueva cotización patronal a partir de agosto de 2025, que comienza en el 1 % del salario y está previsto que aumente. Una parte se destinó a las cuentas individuales (0,1 % del salario) en la segunda mitad de 2025. Las tasas de cotización de Costa Rica se refieren al régimen obligatorio de pensiones complementarias (ROP). Las tasas de cotización de Hong Kong (China) se refieren al sistema MPF. Las tasas de cotización de Corea se refieren a los planes de pensiones de aportación definida (DC) de empresa. En Rumanía, la tasa de cotización al segundo pilar se recalculó en 2018 con el fin de mantener constante el nivel de cotización en términos nominales, lo que dio lugar a una tasa de cotización del 3,75 %. Las tasas de cotización de Uganda se refieren al NSSF.

StatLink https://stat.link/1eqo08

Las cotizaciones voluntarias a los planes de pensiones también pueden influir en el nivel global de las cotizaciones. Por ejemplo, el aumento global del 27 % en las cotizaciones a los planes de pensiones en Portugal en 2025 (Figura 1.11) refleja el incremento de las aportaciones a planes de pensiones personales utilizados como vehículos de inversión a largo plazo con un tratamiento fiscal comparativamente favorable. Si bien los responsables políticos pueden recurrir a incentivos financieros para animar a la población a ahorrar para la jubilación, también pueden fomentar el ahorro facilitando la realización de aportaciones voluntarias (Tabla 1.3). Los responsables políticos pueden aprovechar las herramientas digitales, por ejemplo, permitiendo a los ciudadanos realizar aportaciones directamente desde su smartphone. Así, el supervisor de pensiones de México desarrolló una aplicación (*AforeMóvil*), lanzada en 2017, que permite a los particulares abrir un plan, consultar sus ahorros y realizar aportaciones voluntarias (IOPS, 2018[10]).

Tabla 1.3. Políticas para impulsar las aportaciones

Políticas	Jurisdicciones
Aumento de las tasas de cotización obligatorias, mínimas o por defecto	Australia, Islandia, Nueva Zelanda, Reino Unido
Incentivos económicos para particulares y empresas	Muchos países
Información y medidas de incentivo	México, Suiza

Nota: La lista no es exhaustiva ni de todas las políticas aplicadas ni de todas las jurisdicciones que han aplicado las políticas enumeradas. El capítulo 2, « », presenta y analiza una gama más amplia de políticas.

1.3.4. Entradas en los fondos de reserva de las pensiones públicas

Diferentes normas pueden dar lugar a entradas en los fondos de reserva de pensiones públicas. En muchos casos, estos fondos se financian con los excedentes de las cotizaciones respecto a las prestaciones pagadas por los regímenes públicos de pensiones (por ejemplo, el GPIF de Japón, el NPF de Corea o el Fondo Fiduciario OASI de Estados Unidos). Los fondos de reserva de pensiones públicas también pueden recibir ingresos procedentes de la privatización (por ejemplo, el Future Fund de Australia), fondos procedentes de la fiscalidad general (por ejemplo, el Fondo de Jubilación de Nueva Zelanda) o transferencias fiscales (por ejemplo, el Fondo de Reserva de Pensiones de Chile) (OCDE, 2021[3]).

Estas diferentes normas para financiar los fondos de reserva de las pensiones públicas pueden explicar algunas de las diferencias en las entradas que reciben en los distintos países. Por ejemplo, las entradas al FRR francés (aparte de los ingresos por inversiones) se han interrumpido desde 2010. En Chile, el fondo de reserva no recibió entradas en 2025. En muchos países en los que las reservas se financian mediante los excedentes de las cotizaciones sobre los pagos de prestaciones, este excedente dependerá de numerosos parámetros, como la tasa de cotización al régimen público de pensiones, la fórmula en la que se basan los pagos de prestaciones y la estructura demográfica de la población. Las entradas al Fondo Fiduciario del OASI de Estados Unidos han disminuido a lo largo de los años en relación con el tamaño de la economía, pasando del 4,9 % del PIB en 2001 al 4,1 % en 2025. En España, el fondo de reserva alcanzó su nivel más bajo en 2020 y 2021, pero el país lo ha repuesto recientemente, lo que explica el reciente crecimiento de las entradas.

1.4. Han aumentado los ingresos por inversiones de los planes de pensiones financiados con activos

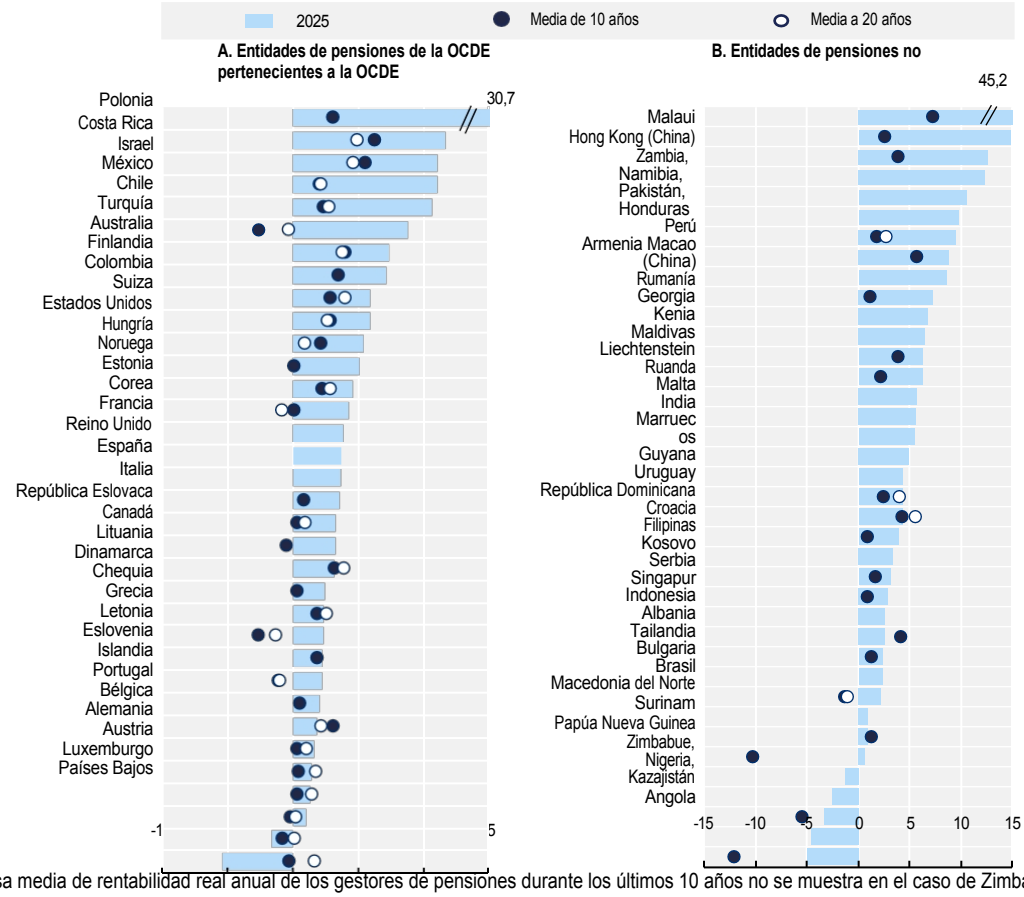
Los ingresos que genera la inversión de las aportaciones a los planes de pensiones también influyen en la evolución de los activos de las pensiones. Los planes de pensiones invierten las aportaciones que reciben y obtienen una rentabilidad. Los ingresos por inversiones crecen con tasas de rentabilidad positivas y constituyen una fuente adicional de financiación de las pensiones financiadas con activos. El rendimiento de las inversiones depende de la asignación de activos de la cartera y de la evolución de los mercados financieros.

1.4.1. Los gestores de pensiones registraron tasas de rentabilidad positivas en 2025

Los gestores de pensiones obtuvieron tasas de rentabilidad positivas en la mayoría de las jurisdicciones en 2025, lo que contribuyó al crecimiento de los activos en ese año. Por tercer año consecutivo, los gestores de pensiones registraron ganancias de inversión generalizadas, impulsadas por el sólido rendimiento de la renta variable mundial en 2025. El índice MSCI World subió alrededor de un 20 % en 2025, un rendimiento similar al de 2023 y 2024 (MSCI, 2026[11]). Como resultado, en 2025 los gestores de pensiones de la mayoría de las jurisdicciones registraron una tasa de rentabilidad de las inversiones, una vez deducidos los gastos de inversión, superior a la media a largo plazo (Figura 1.14). Pocas jurisdicciones de la OCDE registraron rentabilidades reales de inversión negativas, una vez deducidos los gastos de inversión, en 2025, como fue el caso de los Países Bajos, con un -5,4 %. Este menor rendimiento podría deberse a las pérdidas en las carteras de bonos tras el aumento de los rendimientos de algunos bonos públicos a largo plazo y a las pérdidas por tipo de cambio en las carteras denominadas en dólares estadounidenses, dada la depreciación del dólar estadounidense frente a otras monedas importantes en 2025. Los rendimientos de las inversiones fueron positivos en términos nominales en todas las jurisdicciones, salvo en los Países Bajos (-2,8 %).

Figura 1.14. Tasas medias de rentabilidad real anual de las inversiones de los gestores de pensiones, una vez deducidos los gastos de inversión

En porcentaje



Nota: La tasa media de rentabilidad real anual de los gestores de pensiones durante los últimos 10 años no se muestra en el caso de Zimbabue (-49,2 %) para facilitar la lectura. Las tasas de rentabilidad anual de las inversiones y otras notas específicas de cada país están disponibles en el anexo estadístico de este capítulo.

Fuente: Estadísticas mundiales sobre pensiones de la OCDE.

StatLink https://stat.link/nk9u0c

A largo plazo, los gestores de pensiones de la mayoría de los países han obtenido rendimientos medios positivos de las inversiones, una vez deducidos los gastos de inversión. La tasa de rendimiento de las inversiones, una vez deducidos los gastos de inversión, fue positiva en términos nominales en todos los países durante los últimos 20 años. En términos reales, fue positiva en la mayoría de los países que presentaron datos, excepto en Bulgaria, la República Checa (en lo sucesivo, «Chequia»), Estonia, Letonia y Turquía. Las rentabilidades fueron positivas a pesar de la volatilidad y de los años de menor rendimiento de las inversiones (por ejemplo, 2008 y 2022, períodos de dificultades en los mercados de acciones y bonos (OCDE, 2023[12])).

Los gastos de inversión reducen los ingresos totales que obtienen los planes de pensiones. Estos gastos incluyen los costes derivados de la gestión de inversiones, como las comisiones de gestión pagadas a gestores de activos externos y las comisiones de custodia. A los afiliados a planes de pensiones de contribución definida se les pueden cobrar otras comisiones que reducen aún más los flujos hacia los planes de pensiones (Recuadro 1.1), lo que ralentiza la acumulación de activos.

Recuadro 1.1. Comisiones cobradas a los afiliados a planes de pensiones de contribución definida

La gestión de los planes de pensiones de contribución definida genera costes operativos para los proveedores de pensiones, que pueden cubrir cobrando comisiones a los afiliados. Las comisiones pueden aplicarse a las aportaciones, a los activos o a los rendimientos de las inversiones. Muchas jurisdicciones permiten a los proveedores de pensiones cobrar comisiones únicamente sobre los activos, pero existen otras estructuras de comisiones, como las que se aplican solo a las aportaciones o las que se aplican tanto a los activos como al rendimiento. Las comisiones reducen el importe de los activos de pensiones y, por lo tanto, también los futuros ingresos por inversiones, ya que unos activos más reducidos generan menores ingresos por inversiones para un rendimiento de inversión dado, si el resto de factores se mantienen constantes.

Tabla 1.4. Comisiones cobradas a los afiliados a planes de contribución definida

Como porcentaje de los activos totales

Jurisdicción	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Diferencia entre el primer y el último año disponible
A. Jurisdicciones en las que las tasas se aplican únicamente a los activos									
Eslovenia	..	..	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8	0,0
Maldivas	..	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,0
España	1,3	1,2	1,2	..	1,3	1,2	1,2	1,2	-0,1
Costa Rica	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	-0,1
México	1,0	0,9	0,8	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,5
Lituania	1,0	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	-0,5
Albania	2,6	2,5	2,4	2,2	2,0	2,1	1,9	1,7	-0,9
B. Jurisdicciones en las que solo se aplican tasas a las cotizaciones									
Colombia	0,9	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,3	0,3	-0,6
C. Jurisdicciones con estructuras de tasas mixtas									
República Dominicana	0,4	..	1,2	1,2	..	1,0	1,7	1,5	1,1
Chequia	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,4	1,2	0,4
Perú	0,8	0,7	0,6	0,8	1,1	0,9	1,1	1,0	0,2
República Eslovaca	0,6	0,9	0,7	1,2	0,5	0,5	0,7	..	0,1
Hungría	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,1
Serbia	1,3	1,3	1,4	1,4	..	1,4	1,3	1,4	0,0
Chile	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,0
Liechtenstein	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,2	0,6	0,5	-0,1
Bulgaria	1,2	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	-0,1
Australia	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,1
Macedonia del Norte	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	-0,2
Polonia	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,4	0,5	0,4	-0,2
Kazajistán	..	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	-0,3
Estonia	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	-0,5
Turquía	2,0	1,8	..	..	2,0	2,4	1,6	1,4	-0,6
Rumanía	1,0	0,5	0,6	0,7	0,4	0,3	0,3	0,3	-0,7

Nota: Los datos de Australia se refieren a las comisiones cobradas por entidades con más de cuatro/seis partícipes. En el caso de Colombia, no se incluyen las comisiones de gestión de los fondos de indemnización por despido. Los datos de Costa Rica se refieren al régimen de pensiones complementarias obligatorio (ROP). Los datos de la República Dominicana y México se refieren a los planes de pensiones personales. Los datos de Hungría se refieren a los fondos de pensiones privados voluntarios. Los datos de Polonia se refieren únicamente a los fondos de pensiones abiertos. Los datos de España se refieren a los fondos de pensiones personales.
Fuente: Estadísticas mundiales sobre pensiones de la OCDE.

StatLink https://stat.link/4n82fi

La mayoría de las jurisdicciones establecen un límite máximo a las comisiones que pueden cobrar los proveedores de pensiones. Aunque dicho límite varía de una jurisdicción a otra, algunas lo han reducido, en ocasiones modificando la metodología utilizada para calcularlo (p. ej., México, Rumanía). Algunos países han utilizado otras herramientas para intentar reducir las comisiones cobradas. Por ejemplo, el supervisor de pensiones de Australia ha desarrollado un «Paquete Integral de Rendimiento de Productos» (CPPP), que aúna su prueba de rendimiento de los fondos de jubilación y sus mapas de calor que analizan las comisiones y el rendimiento, con el fin de animar a los administradores a mejorar los resultados de los afiliados y aumentar la transparencia. Chile y Nueva Zelanda cuentan con mecanismos de subasta para asignar a las personas con derecho a la pensión al proveedor ganador. Estas subastas se basan en las comisiones (junto con otros factores en Nueva Zelanda), con el objetivo de mantener las comisiones bajo control o mejorar la relación calidad-precio.

Las comisiones que pagan los afiliados tienden a haber disminuido en los últimos años. Las comisiones expresadas como porcentaje de los activos fueron más bajas en 2025 que en 2018 en la mayoría de las jurisdicciones (Tabla 1.4). Esta disminución puede permitir que los planes de pensiones de tipo « » alcancen niveles más altos de activos acumulados a largo plazo.

1.4.2. La asignación de activos de los proveedores de pensiones explica en parte las diferencias en el rendimiento de las inversiones

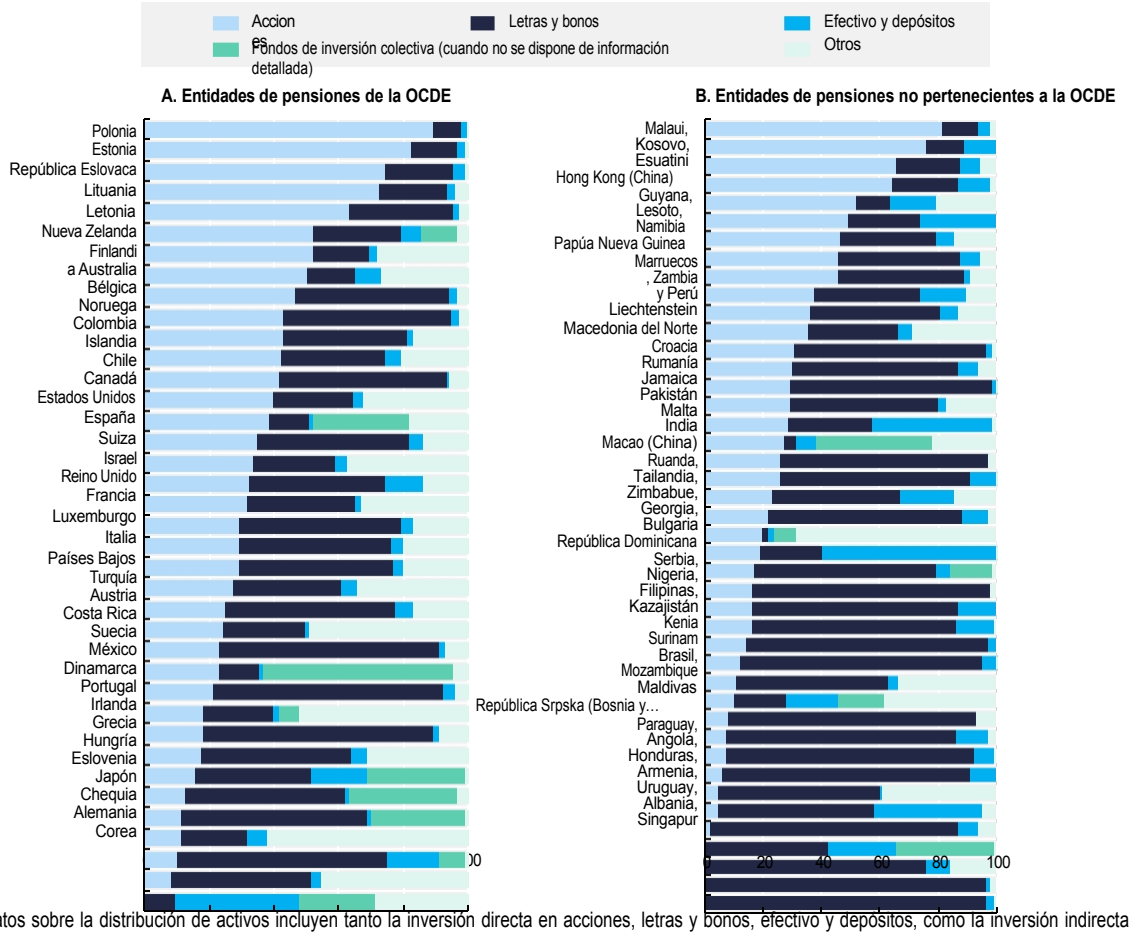
El rendimiento de las inversiones de los proveedores de pensiones depende de cómo se invierten los activos de las pensiones. Las jurisdicciones que mantenían la mayor cantidad de activos de pensiones en acciones en 2025 fueron las que más se beneficiaron de la evolución positiva de los mercados de valores en ese año. Entre ellas se encuentran Estonia, Lituania, Polonia y la República Eslovaca, donde los proveedores de pensiones mantenían más del 70 % de los activos en acciones a finales de 2025 (Figura 1.15). Polonia logró una tasa de rentabilidad de las inversiones más elevada (30,7 %) que el resto, ya que los fondos de pensiones abiertos del país invierten principalmente a nivel nacional, mientras que los gestores de fondos de pensiones de otros países pueden haber registrado menores ganancias en moneda local procedentes de sus acciones denominadas en dólares estadounidenses, dada la depreciación del dólar.

Los bonos y las acciones representan, en general, las mayores carteras de los gestores de pensiones, pero la composición varía según las jurisdicciones. Los bonos y las acciones representan más del 50 % de la inversión de los gestores de pensiones en 71 de las 81 jurisdicciones que presentaron datos a finales de 2025. Mientras que en algunas jurisdicciones los gestores de fondos de pensiones invierten principalmente en acciones (por ejemplo, Polonia, la República Eslovaca y los países bálticos), en otras muchas los bonos constituyen la mayor parte de sus carteras (por ejemplo, Albania y Chequia). La elevada proporción de carteras de bonos puede deberse a la falta de oportunidades nacionales, a la preferencia o necesidad de una renta fija garantizada, o a las normas de inversión.

Por ejemplo, la ausencia o el escaso desarrollo de los mercados de capitales locales puede contribuir a la elevada proporción de activos en deuda pública en algunos países de América Latina (por ejemplo, Costa Rica, la República Dominicana y Uruguay) (Mesa-Lago, 2020[13]). En otros países, los gestores de pensiones pueden buscar un flujo de ingresos garantizado, como en Chequia, donde los fondos de pensiones transformados invierten en letras y bonos para cumplir la promesa de una garantía nominal anual no negativa a sus afiliados. Las normas de inversión también pueden exigir a los gestores de pensiones mantener una proporción mínima de sus activos en bonos, como ocurre en Marruecos en el caso del fondo de pensiones para empleados del sector privado (al menos el 35 %) y en Indonesia en el caso de los fondos de pensiones voluntarios y obligatorios (el 30 % o el 50 %, dependiendo del fondo).

Figura 1.15. Distribución de los activos de pensiones en categorías de inversión seleccionadas a finales de 2025

Como porcentaje de la inversión total



Nota: Los datos sobre la distribución de activos incluyen tanto la inversión directa en acciones, letras y bonos, efectivo y depósitos, como la inversión indirecta a través de organismos de inversión colectiva (OIC), cuando se dispone de información detallada sobre las inversiones de los OIC. En caso contrario, las inversiones en OIC se muestran en una categoría separada. Se han excluido los valores negativos de los cálculos de la distribución de activos.

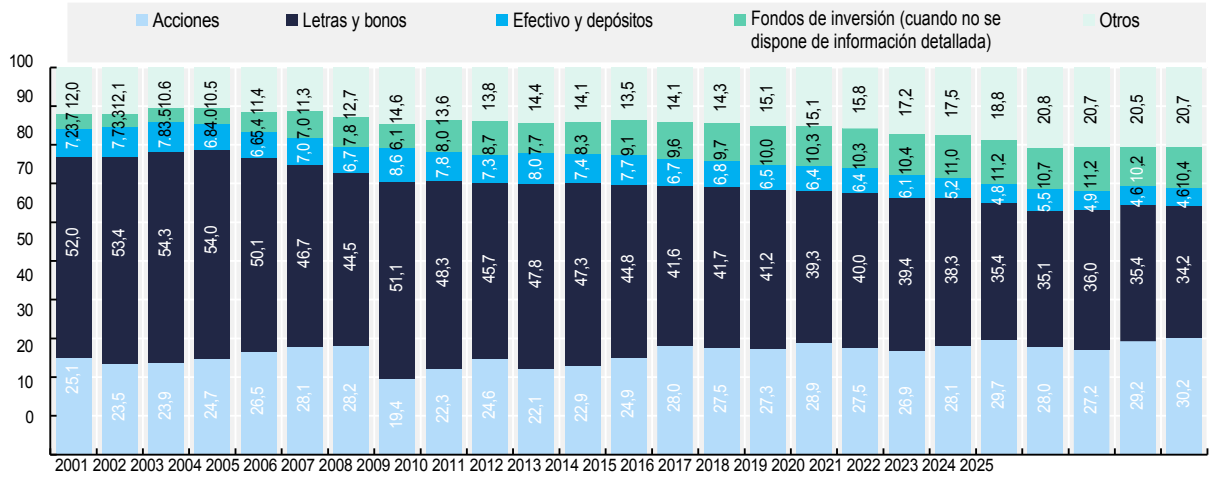
Fuente: Estadísticas mundiales sobre pensiones de la OCDE.

StatLink https://stat.link/4iwce1

Dada su exposición tradicional a los bonos y las acciones, la evolución de los mercados de bonos y de valores ha determinado, en general, el rendimiento de las inversiones de los gestores de pensiones a lo largo de los años. Desde principios de la década de 2000, los gestores de pensiones han mantenido, de media, más del 60 % de sus activos en bonos y acciones en las jurisdicciones que han facilitado datos, aunque la proporción varía según la jurisdicción y el año (Figura 1.16). Dada su exposición a los bonos y las acciones, los gestores de pensiones de muchas jurisdicciones registraron pérdidas de inversión en 2008, como consecuencia de la caída de los mercados bursátiles, y en 2022, cuando tanto las valoraciones de las acciones como los precios de los bonos cayeron simultáneamente. Por el contrario, los mercados bursátiles mundiales han registrado un sólido rendimiento desde 2023, con índices mundiales que han crecido alrededor del 20 % o más durante tres años consecutivos (MSCI, 2026[14]), lo que ha tenido un impacto positivo en los gestores de fondos de pensiones que invierten en acciones.

Figura 1.16. Asignación media de activos de los gestores de fondos de pensiones en determinadas clases de activos y vehículos de inversión en 14 jurisdicciones, 2001-2025

Como porcentaje de la inversión total



Nota: Las asignaciones medias de los activos de los planes de pensiones se han calculado para 14 jurisdicciones: Austria, Chequia, Dinamarca, Alemania, Japón, Países Bajos, Noruega, Polonia, Eslovenia (a partir de 2003), Suecia y Estados Unidos, entre los países de la OCDE; y Bulgaria, Hong Kong (China) (a partir de 2002) y Perú, entre otras jurisdicciones. La serie temporal completa de la distribución de activos en las 14 jurisdicciones está disponible en el anexo estadístico.

Fuente: Estadísticas globales sobre pensiones de la OCDE.

StatLink https://stat.link/qyp7hl

La composición de los activos de los gestores de pensiones ha evolucionado con el tiempo, con una mayor exposición a la renta variable en varias jurisdicciones, especialmente desde 2008. Por ejemplo, la proporción de activos invertidos en acciones aumentó en Colombia, Estonia, Lituania, Nueva Zelanda, Polonia y la República Eslovaca.[9] Los responsables políticos han fomentado una mayor diversificación de los activos mediante diferentes políticas, como la flexibilización de la normativa de inversión, la introducción de estrategias de ciclo de vida —en las que los trabajadores más jóvenes invierten en activos de mayor riesgo— y la reducción del carácter conservador de las estrategias de inversión predeterminadas (Tabla 1.5). Por ejemplo, en la República Eslovaca, la proporción de activos invertidos en acciones se disparó en 2024 con la introducción de una estrategia de inversión predeterminada basada en el ciclo de vida que mantiene una elevada exposición a la renta variable hasta edades avanzadas. Las estrategias de inversión predeterminadas bien diseñadas pueden hacer que los particulares asuman un mayor riesgo de inversión y abordar el problema del acceso limitado al asesoramiento financiero (capítulo 4).

Tabla 1.5. Políticas para reforzar las tasas de rentabilidad de las inversiones a largo plazo

Políticas	Jurisdicciones
Estrategias de inversión predeterminadas menos conservadoras	Croacia (2019), Nueva Zelanda (2021)
Flexibilización de la normativa de inversión	Estonia (2019), India (2025), Letonia (2021), México (a lo largo de varios años), Perú (a lo largo de varios años), Turquía (2007)
Introducción de estrategias basadas en el ciclo de vida	Lituania (2019), República Eslovaca (2023), Eslovenia (2016)

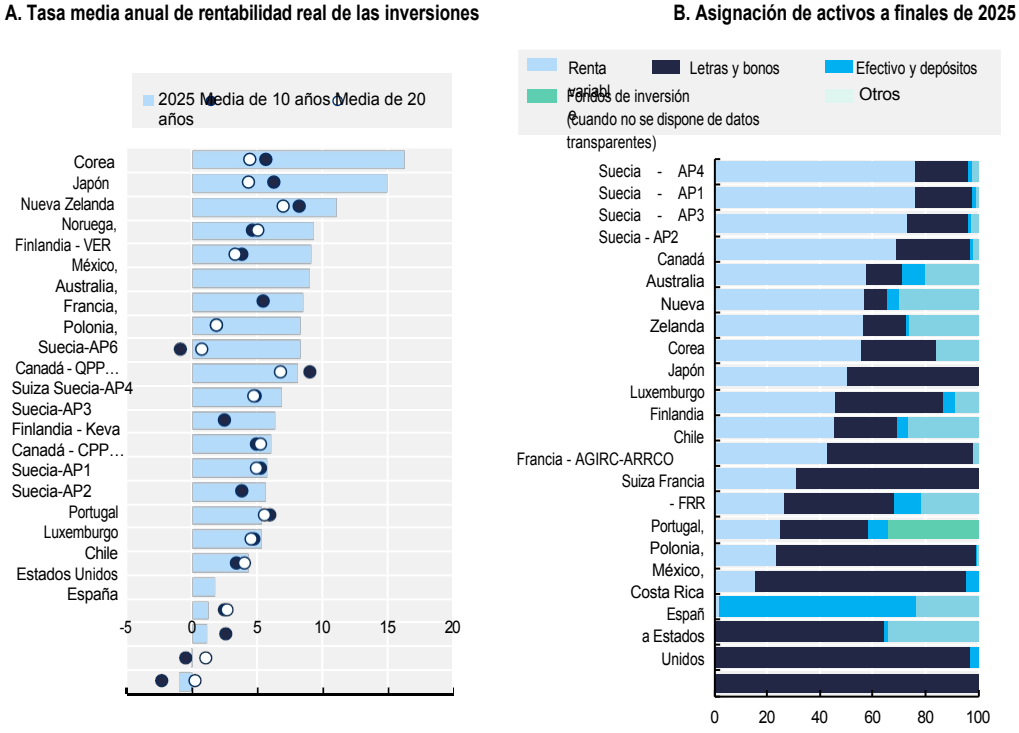
Nota: Esta tabla ofrece ejemplos de políticas destinadas a reforzar las tasas de rentabilidad de las inversiones a largo plazo, así como ejemplos de jurisdicciones que han aplicado dichas políticas. Las listas de políticas y jurisdicciones no son exhaustivas.

1.4.3. *Rendimiento de las inversiones y asignación de activos de los fondos de reserva de las pensiones públicas*

Los fondos de reserva de pensiones públicas obtuvieron un rendimiento de las inversiones positivo en 2025 y a largo plazo. La mayoría de ellos registraron tasas de rentabilidad real positivas en 2025, siendo las más elevadas las de Corea (16,1 %), Japón (14,8 %) y Nueva Zelanda (11 %) (Figura 1.17, Panel A). El rendimiento de las inversiones de los fondos de reserva de pensiones públicos fue sólido en 2025 y positivo en la mayoría de las jurisdicciones durante los últimos 10 años, y en todas ellas durante los últimos 20 años.

Figura 1.17. Rendimiento de las inversiones y asignación de activos de los fondos de reserva de pensiones públicos

En porcentaje



Nota: Los datos se refieren a los siguientes fondos de reserva: Australia – Future Fund; Canadá (en el panel B) – Fondo de Reserva del CPP; Chile – Fondo de Reserva de Pensiones; Costa Rica – Fondo de Seguridad Social de Costa Rica; Finlandia – Keva, VER y otros fondos combinados (en el panel B); Francia – FRR (Fonds de Réserves pour les Retraites) (en el panel A); Japón – Fondo de Inversión de Pensiones del Estado (GPIF); Corea – Fondo Nacional de Pensiones; Luxemburgo – FDC (Fonds de Compensation); México – Fondo del Trabajo; Nueva Zelanda – Fondo de Jubilación de Nueva Zelanda; Noruega – Fondo de Pensiones del Estado – Noruega (GPFN); Polonia – Fondo de Reserva Demográfica; Portugal – Fondo de Estabilización Financiera de la Seguridad Social (FEFSS); España: Fondo de Reserva de la Seguridad Social; Suiza: Fondo Central de Compensación del AHV; Estados Unidos: Fondo Fiduciario del Seguro de Vejez y Supervivencia (OASI).
Fuente: Estadísticas mundiales sobre pensiones de la OCDE y páginas web de los fondos de reserva de pensiones públicos.

StatLink https://stat.link/zmso8p

Los fondos de reserva de pensiones públicas con una exposición significativa a la renta variable se beneficiaron de la evolución positiva de los mercados bursátiles en 2025. Los fondos de reserva de pensiones públicas de Corea, Japón y Nueva Zelanda, que registraron las rentabilidades más elevadas en 2025, tenían el 50 % o más de sus activos asignados a acciones (Figura 1.17, Panel B). Estos fondos de reserva han aumentado su exposición a la renta variable a lo largo del tiempo (Guardians of New Zealand Superannuation, 2026[15]; NPS, 2025[16]; GPIF, 2025[17]). Por el contrario, los fondos de reserva de pensiones públicas de Portugal, España y Estados Unidos tienen una exposición a la renta variable relativamente menor o nula, y una mayor exposición a la renta fija, lo que generó unos ingresos por inversiones más bajos en 2025.

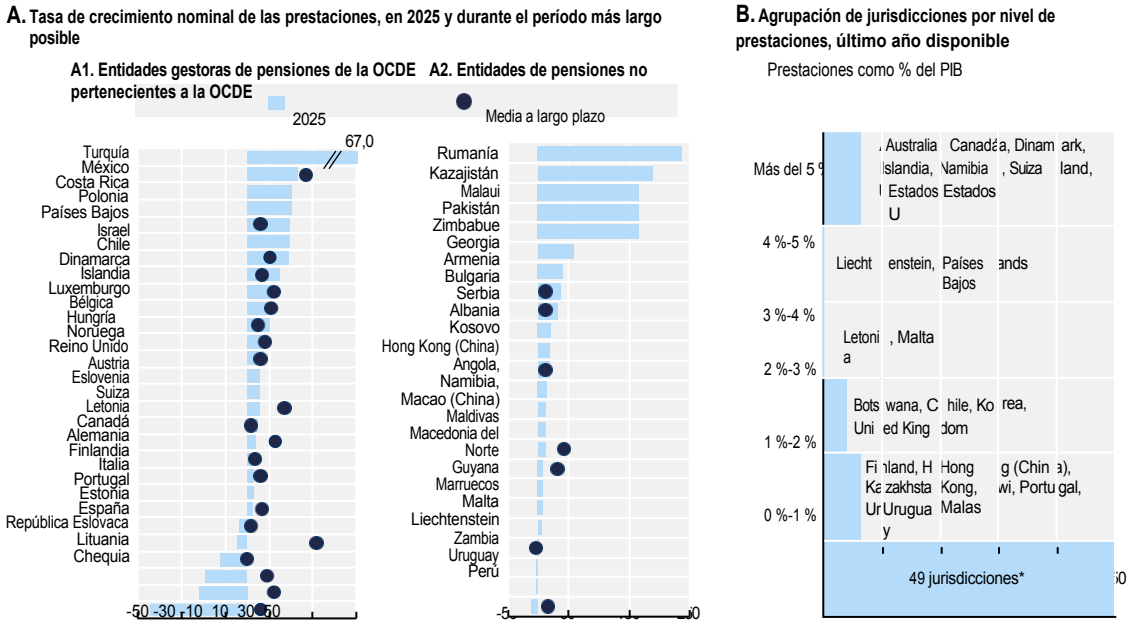
1.5. Los pagos de prestaciones de jubilación y otras salidas de fondos también han aumentado

Los pagos de prestaciones de jubilación también influyen en la evolución de los activos de las pensiones a lo largo del tiempo. Entre las salidas que reducen el importe de los activos de las pensiones se incluyen los pagos de prestaciones de jubilación, el acceso anticipado a los ahorros para la jubilación y los pagos destinados a respaldar los planes de pensiones de reparto en el caso de los fondos de reserva de pensiones públicos.

1.5.1. Pagos de prestaciones de jubilación

A medida que más personas alcanzan la edad de jubilación, los pagos de prestaciones de jubilación han aumentado en todas las jurisdicciones que presentan datos, salvo una, desde principios de la década de 2000 (Figura 1.18, Panel A). Los pagos de prestaciones siguen siendo relativamente bajos en muchas jurisdicciones, y cualquier variación puede parecer considerable dado el bajo nivel de partida (por ejemplo, Kazajistán, Rumanía, Chequia y Lituania). El descenso registrado en Chequia en 2025 supuso una vuelta a la normalidad tras los pagos únicos de mayor cuantía realizados a los beneficiarios con derecho a ellos en 2023 y 2024, en previsión de los cambios legislativos anunciados. En Lituania, el descenso de los pagos en 2025 puede deberse a que los jubilados posponen su salida del plan hasta que se aplique, en 2026, el aumento previsto del umbral para los pagos únicos.

Figura 1.18. Pagos de prestaciones, tendencias y niveles



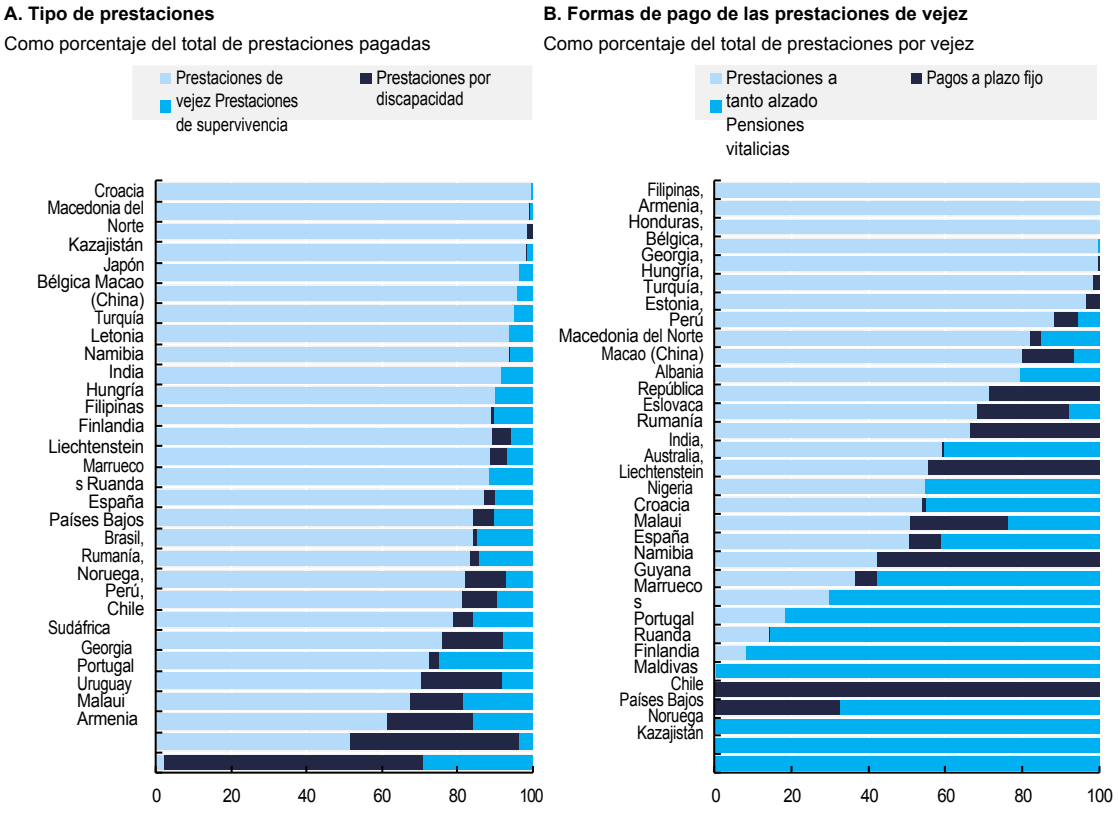
Nota: * 49 jurisdicciones: Albania, Angola, Armenia, Austria, Brasil, Bulgaria, Costa Rica, Croacia, Chequia, República Dominicana, Egipto, Estonia, Francia, Georgia, Alemania, Ghana, Guyana, Hungría, Indonesia, Israel, Italia, Kenia, Kosovo, Lesoto, Lituania, Luxemburgo, Macao (China), Maldivas, Mauricio, México, Marruecos, Mozambique, Macedonia del Norte, Noruega, Pakistán, Perú, Polonia, Rumanía, Ruanda, Serbia, República Eslovaca, Eslovenia, España, Surinam, Tailandia, Turquía, Uganda, Zambia, Zimbabue.
Fuente: Estadísticas mundiales sobre pensiones de la OCDE.

StatLink https://stat.link/tc2s15

El nivel de las prestaciones varía según los países, en función de la fecha de implantación de los planes de pensiones y de la participación de la población. Las prestaciones siguen siendo relativamente bajas en muchos países en los que los planes de pensiones financiados con activos se han introducido recientemente (Figura 1.18, Panel B). Por el contrario, los pagos de prestaciones son más elevados en los países con planes establecidos desde hace mucho tiempo. Este es el caso de Islandia (7 %), Canadá (5,3 %), Australia (5,6 %) y los Países Bajos (4,9 %), donde los planes llevan mucho tiempo en vigor y donde una proporción significativa de la población participa en ellos durante parte de su vida laboral.

Las prestaciones de jubilación son el principal tipo de prestaciones de pensión que se abonan en la mayoría de los países. Los planes de pensiones pueden ofrecer diferentes tipos de prestaciones a los afiliados, siendo los pagos de las prestaciones de jubilación superiores a las pensiones de invalidez y a las prestaciones de supervivencia en la mayoría de las jurisdicciones (Figura 1.19, Panel A).

Figura 1.19. Pagos de prestaciones en 2025



Nota: Las cantidades a tanto alzado son pagos únicos. Los pagos a plazo fijo incluyen retiradas programadas y pagos de ingresos temporales (fijos o variables) durante un período predefinido (por ejemplo, rentas vitalicias a plazo fijo). Las pensiones vitalicias son pagos que se abonan de por vida hasta el fallecimiento de los afiliados (por ejemplo, las rentas vitalicias pagadas por las compañías de seguros o las pensiones vitalicias pagadas por los fondos de pensiones). Los datos relativos a Japón abarcan los planes de pensiones de prestación definida (DB) de empresa (para el ejercicio fiscal 2023), los planes de pensiones de aportación definida (DC) de empresa y los planes personales.
Fuente: Estadísticas mundiales sobre pensiones de la OCDE.

StatLink https://stat.link/cq8si1

Las prestaciones de vejez pueden abonarse en forma de pago único, pagos a plazo fijo o pensiones vitalicias. Los pagos únicos son la principal forma de pago por parte de los proveedores de pensiones en varias jurisdicciones, como Australia (el 55 % de las prestaciones abonadas) y Bélgica (cerca del 100 %) (Figura 1.19, Panel B). En otras jurisdicciones, una parte significativa de las prestaciones se abona en forma de pagos vitalicios (p. ej., Chile, los Países Bajos, Noruega y Kazajistán) o de pagos a plazo fijo (p. ej., Maldivas).

El nivel de prestaciones pagadas en diferentes formas en las distintas jurisdicciones puede reflejar diferencias en las opciones de pago permitidas, los criterios de elegibilidad que deben cumplirse para una determinada forma de pago y las propias preferencias de los afiliados. Por ejemplo, en Chile, los Países Bajos y Noruega se desalientan los pagos únicos.[10] Algunas jurisdicciones solo permiten una forma de pago, como es el caso, por ejemplo, de Finlandia, Letonia y los Países Bajos, donde los afiliados solo pueden recibir una renta vitalicia procedente de los activos acumulados en los planes de pensiones de empresa. Cuando las jurisdicciones permiten varias formas de pago, pueden establecer criterios de elegibilidad para que los afiliados reciban una forma concreta de pago. Por ejemplo, en Austria los afiliados solo pueden optar por un pago único si los activos de su fondo de pensiones están por debajo de un umbral determinado. México ajustó los criterios de elegibilidad para una pensión en

2021, reduciendo el número de semanas de cotización exigidas, y desde entonces ha vuelto a elevar progresivamente dichos criterios. Cuando los afiliados pueden elegir, pueden preferir una opción frente a otras. En Australia, los jubilados que optan por una suma única suelen tener saldos bajos (Gobierno de Australia, Ministerio de Hacienda, 2020[18]).

La forma de pago influye en el importe total de los activos de pensión. Los pagos únicos suponen una salida inmediata del sistema, a menos que los jubilados decidan adquirir por su cuenta un producto de renta vitalicia con dicho pago único. Por el contrario, con otras formas de pago, como las retiradas programadas o los pagos de por vida, los activos pueden permanecer en el sistema de pensiones respaldado por activos durante más tiempo, seguir invertidos y generar rendimientos de inversión. Sin embargo, la entidad encargada de gestionar los activos tras la jubilación y de abonar los pagos periódicos puede ser distinta de la que se encarga de gestionar los activos en la fase de acumulación. Por ejemplo, los activos pueden transferirse a una compañía de seguros de vida cuando los afiliados eligen una renta vitalicia (p. ej., en Chile). En Lituania, un proveedor centralizado de rentas vitalicias se encarga de abonar las prestaciones del segundo pilar de pensiones. Los activos pueden permanecer en los mismos proveedores de pensiones, pero estos pueden disponer de un fondo específico para retiradas programadas (p. ej., el fondo de retiradas programadas dentro de las AFP en Colombia). En algunas jurisdicciones, las personas pueden optar por transferir sus activos al sistema público de reparto, que se encargará de convertir dichos activos en una corriente de pagos (p. ej., en Croacia y Letonia).[11] Cuando los activos se transfieren al sistema público de reparto, estos salen del sistema de pensiones financiado con activos (al igual que en el caso de un pago único), lo que impide que generen rendimientos de inversión para financiar las pensiones durante la fase de jubilación, reduciendo así el potencial de alcanzar niveles más elevados de activos.

1.5.2. Pagos antes de la jubilación

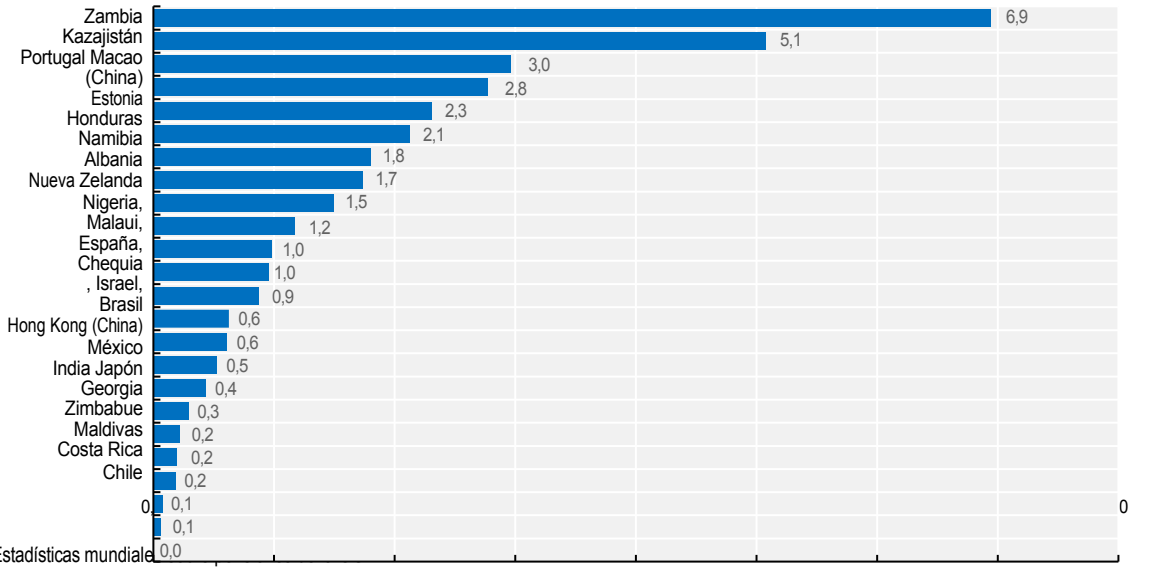
Las personas pueden recibir pagos de sus planes de pensiones antes de la jubilación en forma de retiradas anticipadas. Los pagos de los planes de pensiones antes de la jubilación incluyen las retiradas anticipadas, las transferencias de activos a otros planes de pensiones cuando las personas cambian de trabajo y las transferencias cuando los fondos se liquidan antes de la jubilación. Los pagos por retirada anticipada son los que tienen un impacto directo en las salidas de activos de pensiones.

Muchas jurisdicciones permiten a los afiliados acceder a sus ahorros antes de la jubilación, aunque, por lo general, bajo determinadas condiciones. La *Recomendación del Consejo de la OCDE sobre el buen diseño de los planes de pensiones de aportación definida* [OECD-LEGAL-0467] establece que el acceso anticipado a los ahorros para la jubilación solo debe permitirse como medida de último recurso y en función de las circunstancias de dificultad específicas de cada persona. Sin embargo, las condiciones para acceder a los ahorros varían considerablemente de una jurisdicción a otra. Varias jurisdicciones suelen permitir a los afiliados acceder a sus ahorros por motivos médicos o en caso de enfermedad grave. Otras condiciones incluyen la vivienda, la educación, las dificultades económicas o el desempleo. Puede haber mayor flexibilidad para acceder a los ahorros voluntarios que a los obligatorios, cuyo objetivo puede ser proporcionar prestaciones de jubilación significativas. Este es el caso de Croacia, donde se prohíbe a las personas acceder a sus ahorros obligatorios, pero pueden acceder a sus ahorros voluntarios hasta cierto punto. Del mismo modo, en Bulgaria el acceso anticipado solo es posible para los ahorros en fondos de pensiones voluntarios.

El grado en que los afiliados acceden a sus ahorros antes de la jubilación varía según las jurisdicciones. Mientras que en 2025 las retiradas fueron mínimas en relación con el volumen de los activos de pensiones en Chile y Costa Rica (menos del 0,1 % de los activos a finales de 2025), fueron más sustanciales en otros países, como Portugal (3 %), Kazajistán (5,1 %) y Zambia (6,9 %) (Figura 1.20). Los afiliados retiraron sus ahorros principalmente para fines de vivienda en Kazajistán y Nueva Zelanda, y por desempleo o dificultades económicas en Nigeria, Macao (China) y Malaui. En Hong Kong (China), las mayores cantidades de activos retirados anticipadamente correspondieron a afiliados que abandonaban la jurisdicción, incluidos los casos de empleados no locales que habían finalizado su relación laboral en Hong Kong (China) y regresado a sus lugares de residencia originales.

Figura 1.20. Importe de los activos retirados antes de la jubilación en 2025

Como porcentaje de los activos a finales de 2025



Cuanto mayores sean las retiradas anticipadas del plan, más podrían obstaculizar la acumulación de activos. Por ejemplo, en Perú, se ha permitido a los afiliados acceder a sus ahorros de forma incondicional en múltiples ocasiones tras el brote de COVID-19. Esto ha dado lugar a que más de 7 millones de afiliados retiraran una gran cantidad de activos, la mayoría de los cuales[12] explican la disminución de los activos de pensiones a nivel nacional (del 22,5 % del PIB a finales de 2020 al 9,5 % a finales de 2025). Los retiros anticipados reducen la cantidad de activos que se pueden acumular en última instancia en una cuantía superior a la de los activos retirados, ya que las cantidades retiradas dejan de generar rendimientos de inversión. Los retiros anticipados también acortan el horizonte temporal durante el cual los activos pueden generar rendimientos de inversión y limitan el efecto del interés compuesto.

Sin embargo, la opción de acceder a los ahorros —en el contexto de los sistemas voluntarios— puede suponer un incentivo para que las person es, reacias a bloquear sus ahorros hasta la jubilación, empiecen a ahorrar. Por lo tanto, el efecto del acceso anticipado a los ahorros sobre los activos no es sencillo de determinar, especialmente en los sistemas voluntarios.

1.5.3. Salidas de los fondos de reserva de pensiones públicos

Las salidas de los fondos de reserva de pensiones públicas dependen de las condiciones establecidas en su mandato. Puede tratarse de una fecha a partir de la cual pueden iniciarse los pagos (Future Fund de Australia) o hasta la cual no pueden iniciarse (New Zealand Superannuation Fund) (OCDE, 2021[3]). El desencadenante puede ser el momento en que los pagos adeudados a los jubilados en los planes de pensiones de reparto superen las entradas procedentes de los contribuyentes actuales.

En 2025, las salidas siguieron aumentando en algunos fondos de reserva de pensiones públicos. Por ejemplo, los pagos procedentes de los fondos de reserva de pensiones públicos crecieron un 10 % en Chile, más del 5 % en Suecia y un 9 % en Estados Unidos. En estos tres países, las salidas superaron a las entradas en 2025. En Suecia, los pagos de los Fondos AP superaron las entradas por séptimo año consecutivo (AP2, 2026[19]). En Estados Unidos, las salidas han superado a las entradas desde 2021.

1.6. Cómo podrían evolucionar los activos de pensiones

Los activos de pensiones gestionados por los proveedores de pensiones han ido creciendo desde principios de la década de 2000, con un total de 70,4 billones de dólares estadounidenses, lo que representa el 95,7 % del PIB en la zona de la OCDE. Los activos han aumentado en casi todas las jurisdicciones analizadas. El análisis de los principales factores que subyacen a la evolución de los activos de pensiones puede ayudar a identificar situaciones que puedan llevar a las jurisdicciones a experimentar un aumento, una estabilización o una disminución de dichos activos.

El crecimiento de los activos de pensiones es el resultado del aumento de las cotizaciones, de una rentabilidad positiva de las inversiones y de unos pagos de prestaciones inferiores a la suma de las cotizaciones y la rentabilidad. El aumento de la participación en planes de pensiones respaldados por activos, el incremento de los salarios nominales y, en algunas jurisdicciones, el aumento de las tasas de cotización impulsan el crecimiento de las cotizaciones. Los gestores de pensiones han generado ingresos de inversión positivos en términos nominales en todas las jurisdicciones a largo plazo mediante la inversión de estos ahorros para la jubilación. Los pagos de prestaciones de jubilación han aumentado con el tiempo, pero siguen siendo inferiores a las entradas, ya que las pensiones respaldadas por activos en la mayoría de las jurisdicciones aún están madurando (es decir, se introdujeron recientemente y la mayoría de las personas no han pasado toda su vida laboral ahorrando en esos planes con las mismas normas a lo largo del tiempo). Los pagos de prestaciones son mayores en los países donde los planes llevan más tiempo establecidos, la participación está muy extendida, las tasas de cotización son elevadas y la mayoría de las personas que se jubilan han estado en el sistema con las mismas normas durante toda su vida laboral.

Por lo tanto, la evolución de los activos de pensiones en cada jurisdicción depende de cuándo se introdujo el sistema de pensiones respaldadas por activos y de qué reformas políticas se han puesto en marcha para influir en la participación, las cotizaciones, la inversión y los pagos de prestaciones. También depende del número de personas que alcanzan la jubilación y reciben prestaciones de pensión, así como de los cambios en la estructura demográfica debidos, por ejemplo, al envejecimiento de la población.

Las jurisdicciones que han introducido recientemente pensiones respaldadas por activos, así como aquellas que han adoptado medidas para aumentar la participación, elevar las tasas de cotización y adoptar estrategias de inversión menos conservadoras, podrían ver cómo sus activos de pensiones siguen creciendo. Entre estas medidas se incluyen la introducción de la inscripción automática en Irlanda (que comenzó en 2026), la mejora del programa de inscripción automática en Italia, la facilitación del acceso a un plan de pensiones personal en Estados Unidos (Benefits Canada, 2026[20]), el aumento progresivo de las tasas de cotización por defecto en los planes KiwiSaver de Nueva Zelanda, el aumento progresivo de las cotizaciones obligatorias en Chile y México, nuevas normas para mejorar la rentabilidad en Noruega y Finlandia,[13] y la introducción de un nuevo producto de pensión personal en Alemania (European Pensions, 2026[21]).

En las jurisdicciones que han adoptado medidas que pueden afectar negativamente al crecimiento de los activos, la evolución futura de los activos de pensiones es más incierta. Por ejemplo, las políticas que permiten el acceso anticipado incondicional a los ahorros de jubilación o que permiten a los particulares reducir sus tasas de cotización afectarían negativamente al crecimiento de los activos.

Las jurisdicciones en las que la participación, las tasas de cotización y la asignación de activos de pensiones se han mantenido estables durante un tiempo relativamente largo podrían ver cómo los activos de pensiones crecen moderadamente o se estabilizan. Estas jurisdicciones podrían estar cerca de contar con sistemas maduros en los que los jubilados reciben prestaciones procedentes de los activos que han tenido la oportunidad de acumular a lo largo de toda su vida laboral bajo unas normas de los planes relativamente estables. El crecimiento de los activos dependería principalmente del rendimiento de las inversiones de los planes de pensiones.

Es probable que los cambios en la estructura demográfica debidos al envejecimiento de la población afecten a los flujos de entrada y salida de los planes de pensiones respaldados por activos. Una disminución del tamaño de las cohortes que se incorporan al mercado laboral reduciría el tamaño de la población en edad de trabajar, lo que reduciría el volumen de cotizaciones que fluyen hacia los planes de pensiones, si el resto de factores se mantuvieran constantes. Unas cohortes relativamente más numerosas de personas que se jubilan y viven más tiempo aumentarían el volumen de los pagos de prestaciones de jubilación y reducirían el crecimiento de los activos de pensiones. Por lo tanto, los países podrían experimentar un menor crecimiento de los activos de pensiones debido al envejecimiento de la población, y aquellos que ya cuentan con sistemas de pensiones respaldados por activos maduros podrían incluso experimentar un crecimiento negativo, en función de los ingresos por inversiones.

Es probable que las reservas que los regímenes públicos de pensiones han constituido para cumplir con sus obligaciones sigan trayectorias diferentes. Todos los fondos de reserva de las pensiones públicas invierten dichas reservas y obtienen ingresos por inversiones, lo que les permite beneficiarse

del efecto del interés compuesto. Este efecto es más pronunciado cuanto mayores son las tasas de rentabilidad de las inversiones y más largos los horizontes de inversión. Sin embargo, el horizonte de inversión depende del plazo hasta el agotamiento de los fondos, y este varía entre los distintos fondos de reserva de pensiones públicas. Algunas de las reservas no están destinadas a agotarse en ningún momento, ya que su misión es proporcionar un mecanismo permanente de estabilización entre las entradas y salidas del sistema público de pensiones y, en algunos casos, aportar una parte de la financiación (por ejemplo, el CPPIB de Canadá). En otros casos, se prevé que las reservas se agoten en algún momento, pero aún se encuentran en una fase de expansión en la que los activos siguen creciendo (por ejemplo, el Fondo Nacional de Pensiones de Corea). Estos fondos de reserva aún no han alcanzado el máximo de activos que pueden esperar tener. También hay fondos de reserva en los que las salidas ya superan a las entradas (incluidos los ingresos por inversiones) y que se agotarán pronto (por ejemplo, el Fondo Fiduciario OASI de EE. UU.). En España, el fondo de reserva alcanzó su nivel más bajo en 2020 y 2021, pero lo ha repuesto recientemente. La evolución de los activos en los fondos de reserva de las pensiones públicas depende, por tanto, de las decisiones políticas adoptadas sobre su financiación y su función.

Referencias

AP2 (2026), *Informe anual 2025*, https://ap2.se/wp-content/uploads/2026/04/Annual-Report-2025.pdf. [19]

Asociación de Gestión de Activos (2025), *«El tercer factor: una cuestión de estrategia de inversión»*, https://www.am-switzerland.ch/en/topics/retirement-provision-and-investment/the-3rd-contributor. [22]

Batsman, M. (2026), *«¿Qué es el interés compuesto?»*, https://www.pensionbee.com/uk/blog/what-is-compound-interest.

Benefits Canada (2026), *«Un decreto presidencial de EE. UU. pretende ayudar a más personas a acceder a planes de ahorro para la jubilación»*, https://www.benefitscanada.com/pensions/cap/u-s-federal-executive-order-aims-to-help-more-people-get-retirement-savings-plans. [1]

DREES (2022), *«Los jubilados y las pensiones – edición 2022»*, https://drees.solidarites-sante.gouv.fr/publications-communique-de-presse-documents-de-reference/panoramas-de-la-drees/les-retraites-et-les. [20]

European Pensions (2026), *Las reformas de las pensiones finlandesas entrarán en vigor a partir del 1 de julio*, https://www.europeanpensions.net/ep/Finnish-pension-reforms-to-come-into-force-from-1-July.php. [7]

European Pensions (2026), *El Bundestag alemán aprueba el proyecto de ley sobre pensiones privadas*, https://www.europeanpensions.net/ep/German-Bundestag-adopts-private-pensions-bill.php. [27]

European Pensions (2026), *Noruega aprueba reformas para impulsar la rentabilidad de los productos de pensiones garantizados*, https://www.europeanpensions.net/ep/Norway-approves-reforms-to-boost-returns-on-guaranteed-pension-products.php. [21]

Gobierno de la República de Croacia (s. f.), *Elección de la pensión (pensión del primer pilar o pensión del primer y segundo pilar)*, https://gov.hr/en/pension-selection-pension-from-the-first-pillar-or-pension-from-the-first-and-the-second-pillar/2330. [26]

GPIF (2025), *Informe anual del ejercicio fiscal 2024*, https://www.gpif.go.jp/en/performance/annual_report_fiscal_year_2024.pdf. [25]

Guardians of New Zealand Superannuation (2026), *Informe anual de 2025*, https://nzsuperfund.nz/assets/NZ-Super-Fund-Annual-Report-2025_final-for-web.pdf. [17]

[15]

Hartmann, T. (s. f.), *Descubre cómo el interés compuesto puede ayudarte a hacer crecer tu dinero*, https://sorted.org.nz/guides/saving-and-investing/learn-about-compound-interest/. [2]

IOPS (2018), *«Impacto de la digitalización de los servicios financieros en las prácticas de supervisión del sector de las pensiones privadas»*, https://www.oecd.org/content/dam/iops/en/working-papers/WP-33-Case-study-Mexico.pdf. [10]

Medaiskis, T. y T. Gudaitis (2013), «Evaluación del impacto del componente del segundo pilar en la pensión de vejez en Lituania», *Ekonomika*, vol. 92/4, https://doi.org/10.15388/Ekon.2013.0.2344. [23]

Mesa-Lago, C. (2020), *Evaluación de cuatro décadas de privatización de las pensiones en América Latina, 1980-2020: promesas y realidad*. [13]

Mijnpensioenoverzicht.nl (2026), *«Retirar una cantidad única»*, https://www.mijnpensioenoverzicht.nl/en/mpo/mijn-overzicht/een-bedrag-ineens-opnemen. [24]

MSCI (2026), *Índice MSCI World (USD)*. [14]

MSCI (2026), *Índice MSCI World (USD) - Ficha técnica del índice*, https://www.msci.com/documents/10199/cad25553-6265-4a1b-9942-cb5be891015d. [11]

NBS (s. f.), *5 PEŇAZÍ*, https://5penazi.sk/. [8]

NPS (2025), *Informe del Fondo Nacional de Pensiones de 2024*, https://fund.nps.or.kr/main.do. [16]

OCDE (2026), *Salarios medios anuales*, https://data-explorer.oecd.org/s/4te. [9]

OCDE (2026), *Comunicado de prensa sobre estadísticas: desempleo*, https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/data/insights/statistical-releases/2026/2/unemployment-rates-oecd-02-2026.pdf. [6]

OCDE (2026), *Población en edad de trabajar*, https://data-explorer.oecd.org/s/50k. [4]

OCDE (2025), *«Pensions at a Glance 2025: Indicadores de la OCDE y del G-20»*, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/e40274c1-en. [29]

OCDE (2023), *«Pension Markets in Focus 2023»*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/28970baf-en. [12]

OCDE (2021), *«Pension Markets in Focus 2021»*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/a70e4160-en. [3]

OCDE (2018), *«OECD Reviews of Pension Systems: Letonia»*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/9789264289390-en. [28]

Gobierno de Australia, Ministerio de Hacienda (2020), *«Informe final sobre los ingresos de jubilación»*, https://treasury.gov.au/publication/p2020-100554. [18]

Banco Mundial (2026), *«Migración neta: países miembros de la OCDE»*, https://data.worldbank.org/indicator/SM.POP.NETM?locations=OE&most_recent_value_desc=false. [5]

Anexo 1.A. Anexo estadístico

Cuadro 1.A.1 del anexo. Cuadros estadísticos adicionales

Tabla A.1. Activos totales gestionados por los gestores de pensiones, en millones de moneda nacional, 2001-2025
Tabla A.2. Activos totales gestionados por los gestores de pensiones, en millones de dólares estadounidenses, 2001-2025
Tabla A.3. Activos totales gestionados por los gestores de pensiones, en porcentaje del PIB, 2001-2025 Tabla A.4. Aportaciones a los gestores de pensiones, 2001-2025
Tabla A.5. Flujos de prestaciones de pensiones, 2001-2025
Tabla A.6. Tasas de rentabilidad nominal anual de las inversiones de los gestores de pensiones, 2002-2025 Tabla A.7. Tasas de rentabilidad real anual de las inversiones de los gestores de pensiones, 2002-2025 Tabla A.8. Distribución de activos de los gestores de pensiones en acciones, 2001-2025
Tabla A.9. Distribución de activos de los gestores de pensiones en letras y bonos, 2001-2025 Tabla A.10. Distribución de activos de los gestores de pensiones en efectivo y depósitos, 2001-2025 Tabla A.11. Distribución de activos de los gestores de pensiones en la categoría «otros», 2001-2025
Tabla A.12. Porcentaje de los activos gestionados por las entidades de pensiones invertidos en el extranjero, 2001-2025 Tabla A.13. Evolución de la tasa de participación, por tipo de plan

StatLink https://stat.link/yuv6eq

Cuadro 1.A.2 del anexo. Panorama general de los sistemas de pensiones financiados con activos

Tabla A.14. Alcance del ejercicio de estadísticas globales sobre pensiones de la OCDE

StatLink https://stat.link/2xo490

Anexo 1.B. Notas metodológicas

Las autoridades en materia de pensiones y otros organismos proporcionaron el material de referencia principal para este capítulo, en el marco del ejercicio de Estadísticas Globales de Pensiones (GPS) de la OCDE, la IOPS y el Banco Mundial. Los datos proceden de fuentes administrativas oficiales y se revisan de forma continua para reflejar mejor las cifras más recientes de cada año anterior. Pueden existir algunas divergencias entre las normas nacionales de presentación de información y el método de recopilación de determinados datos para el ejercicio GPS. Por este motivo, se solicita periódicamente a los proveedores de datos que faciliten información metodológica relevante para comprender a fondo la información que presentan en el marco del GPS. Las siguientes notas metodológicas generales ofrecen algunas explicaciones al respecto:

- Signos convencionales: «..» significa «no disponible». «|» significa «ruptura metodológica en la serie».
- Este capítulo se basa principalmente en las respuestas de las autoridades en materia de pensiones y otros organismos a una solicitud anual de datos. Algunas estadísticas de determinadas jurisdicciones proceden de informes, bases de datos o sitios web de acceso público de otras organizaciones nacionales o internacionales: Japón (Banco de Japón) y Suiza (publicación de la Oficina Federal de Seguros Sociales **Statistique des assurances sociales suisses** para los planes individuales) entre los países de la OCDE; y Argentina (Asociación Internacional de Supervisores de Fondos de Pensiones (AIOS)), Bolivia (AIOS), China (Ministerio de Recursos Humanos y Seguridad Social (MOHRSS)), Croacia (página web de la Agencia Croata de Supervisión de Servicios Financieros (HANFA) antes de 2014), la República Dominicana (AIOS antes de 2014), El Salvador (AIOS), la India (informes anuales de la Organización del Fondo de Previsión de los Empleados para el Fondo de Previsión de los Empleados, el Plan de Pensiones de los Empleados y el Plan de Seguros Vinculados a Depósitos de los Empleados) y Panamá (AIOS) entre las jurisdicciones no pertenecientes a la OCDE.
- Los datos sobre variables de stock se refieren al final del año, mientras que los datos sobre variables de flujo se proporcionan para todo el año en el capítulo. El período de referencia es el año natural, salvo en: Australia, donde el período de referencia es el ejercicio financiero que finaliza en junio; la India, donde el período de referencia finaliza en marzo del año siguiente para el Fondo de Previsión de los Trabajadores, el Plan de Pensiones de los Trabajadores y el Plan de Seguros Vinculados a los Depósitos de los Trabajadores; y Nueva Zelanda (hasta 2014). Los datos de Nueva Zelanda hasta 2013 se basan en una fecha de cierre del 31 de marzo para la mayoría de los regímenes.
- Eslovenia adoptó el euro en 2007, la República Eslovaca en 2009, Estonia en 2011, Letonia en 2014, Lituania en 2015 y Croacia en 2023. Las series temporales completas (en millones de moneda nacional) se expresan en millones de euros para estos países (incluso antes de su adopción del euro).
- En este capítulo se utilizan cuatro series de referencia adicionales principales: los tipos de cambio para convertir los valores en dólares estadounidenses, el PIB, la variación del índice de precios al consumo (IPC) y la población:
  - En este capítulo se utilizan los tipos de cambio de fin de período para todas las variables valoradas al final del año, y los tipos medios del período para las variables que representan un flujo a lo largo del año. Estos tipos proceden principalmente de las bases de datos de la OCDE sobre paridades de poder adquisitivo y tipos de cambio anuales, así como de las bases de datos de tipos de cambio del FMI.
  - Los valores del PIB proceden de la base de datos anual de la OCDE sobre el PIB y sus componentes, de las «Perspectivas de la economía mundial» del FMI publicadas en abril de 2026 y de otras fuentes.
  - Los índices de precios al consumo proceden de la base de datos de «Indicadores económicos clave a corto plazo» de la OCDE, de la base de datos del «Índice de precios al consumo» del FMI y de otras fuentes.
  - Los datos sobre población proceden de la base de datos de la OCDE sobre la población en edad de trabajar y de los «Indicadores del desarrollo mundial» del Banco Mundial.

Notas

[1] El capítulo utiliza datos del estudio «Estadísticas globales sobre pensiones» de la OCDE, que abarca alrededor de 90 jurisdicciones, incluidos 38 países de la OCDE. Abarca tanto a los gestores de pensiones como a los fondos de reserva de pensiones públicos. Los gestores de pensiones administran los activos que las personas acumulan al participar en un plan de pensiones. Los fondos de reserva de pensiones públicos gestionan las reservas que los regímenes públicos de pensiones destinan a respaldar la financiación « » de los regímenes públicos de pensiones de reparto.

[2] Esta cifra se deriva de varias hipótesis. La persona comienza a trabajar a los 22 años, percibe un salario inicial de 100 y se jubila a los 65 años. El salario crece a un ritmo del 3,275 %, en consonancia con un crecimiento de la productividad del 1,25 % y una inflación del 2 %. La persona cotiza el 10 % de su salario a lo largo de su vida laboral, sin períodos de desempleo ni interrupciones en las cotizaciones. Las inversiones generan una rentabilidad nominal del 4,5 % anual, lo que equivale a un 2,5 % en términos reales. Cada año se aplican comisiones del 1 % sobre los activos, tanto durante la fase de acumulación como durante la de desinversión. La persona realiza una retirada programada entre los 65 y los 84 años. Estos supuestos son similares a los del capítulo 4 de la OCDE (2025[29]), salvo en lo que respecta a la definición de una carrera laboral « » completa, la estructura de comisiones y el tipo de pago.

[3] Los rendimientos de las inversiones se denominan a veces el «tercer contribuyente» a los planes de pensiones respaldados por activos, además de las contribucione es del empleador y del empleado (Asociación de Gestión de Activos, 2025[22]).

[4] El volumen agregado de las aportaciones a un plan de pensiones de nueva creación es constante desde el principio si toda la población en edad de trabajar se adhiere al plan desde su introducción.

[5] Esta cifra se deriva de varias hipótesis. Las personas cotizan desde los 22 hasta los 64 años y perciben prestaciones desde los 65 hasta los 84 años. Hay el mismo número de personas en cada franja de edad. Todas las personas de entre 22 y 64 años cotizan la misma cantidad, lo que supone un total del 5 % del PIB para el conjunto de los individuos cada año (lo que corresponde a una tasa de cotización obligatoria del 10 % para una participación del trabajo —es decir, el salario sobre el PIB— del 50 %). Todas obtienen una tasa de rendimiento nominal de la inversión constante del 4,5 % (es decir, un rendimiento real del 2,5 %). Se cobran comisiones sobre los activos (1 %) cada año, incluso durante la fase de desacumulación. Los jubilados reciben retiradas fijas programadas desde los 65 años hasta
los 84 años. El PIB crece en consonancia con los salarios nominales. Se supone que el crecimiento del salario nominal es del 3,275 %, en consonanci e con el crecimiento de la productividad (1,25 %) y la inflación (2 %).

[6] Armenia hizo obligatoria la participación en un plan a partir de 2014 para los trabajadores nacidos en 1974 o posteriormente. Bulgaria reformó todo el sistema de pensiones en 2000. Estonia introdujo planes del segundo pilar de pensiones en 2002, en los que la participación era obligatoria para los nacidos en 1983 o posteriormente hasta 2021. Israel estableció la obligatoriedad de que todos los empleados participaran en un plan de pensiones en 2008. Nueva Zelanda introdujo progresivamente su programa de inscripción automática en los denominados planes «KiwiSaver» en 2007.

[7] La tasa de cotización a los fondos de pensiones obligatorios se ha mantenido estable en Armenia a lo largo de los años, pero han variado la proporción de las cotizaciones de los trabajadores y la parte financiada por el Estado. En Hong Kong (China), tanto los trabajadores como los empresarios están obligados a realizar cotizaciones obligatorias, calculadas en un 5 % de los ingresos pertinentes del trabajador, a un plan MPF, con sujeción a unos niveles mínimos y máximos de ingresos pertinentes. Los niveles mínimo y máximo de ingresos pertinentes han sido objeto de ajustes a lo largo de los años. En Kazajistán, los empleadores están obligados a cotizar a un nuevo plan teórico de contribución definida desde el 1 de enero de 2024: un 1,5 % del salario en 2024, un 2,5 % en 2025, con un aumento previsto hasta el 5 % para 2028.

[8] En Letonia, la tasa de cotización total al primer y segundo pilar se ha mantenido igual durante todo el período (20 %). Solo ha cambiado el reparto de las cotizaciones entre el primer y el segundo pilar. Lituania

no figura en la figura 1.13, pero Medaiskis y Gudaitis (2013[23]) recogen los cambios entre 2004 y 2013. La fuente de financiación de las cotizaciones también ha evolucionado con el tiempo en Lituania.

[9] Véanse las series temporales en el anexo 1.A.

[10] Los afiliados de los Países Bajos podrán retirar hasta el 10 % de sus pensiones en forma de pago único a partir del 1 de enero de 2029 (Mijnpensioenoverzicht.nl, 2026[24]).

[11] Véase Gobierno de la República de Croacia (s. f.[25]) (Croacia) y OCDE (2018[28]) (Letonia).

[12] En Perú, 10,3 millones de personas estaban afiliadas al sistema de pensiones de capitalización en diciembre de 2025.

[13] European Pensions (2026[26]) (Noruega) y (2026[27]) (Finlandia).

2 Garantizar unas cotizaciones suficientemente elevadas para alcanzar los objetivos de ingresos en la jubilación

Este capítulo evalúa la necesidad que tienen las diferentes categorías de trabajadores de los países de la OCDE de complementar su pensión obligatoria para alcanzar su objetivo de ingresos en la jubilación, y calcula cuánto más tendrían que aportar. También evalúa en qué medida las personas ya realizan aportaciones voluntarias para complementar sus pensiones obligatorias y analiza la eficacia de las diferentes políticas destinadas a aumentar las aportaciones.
El capítulo concluye con orientaciones de política sobre cómo garantizar unas cotizaciones suficientemente elevadas para alcanzar los objetivos de ingresos durante la jubilación.

Es posible que muchas personas carezcan de recursos suficientes para financiar su jubilación. Diversos estudios realizados en una amplia variedad de países sugieren que una gran proporción de la población podría no estar preparada para la jubilación (Comisión Europea, 2024[1]; Wolf y Lorena, 2021[2]; Yin, Chen y Munnell, 2024[3]; Ministerio de Trabajo y Pensiones, 2025[4]). Por ejemplo, en el Reino Unido se prevé que el 73 % de la población en edad de trabajar tenga unos ingresos por pensión inferiores a un nivel de vida moderado durante la jubilación, mientras que en Estados Unidos el 39 % de los hogares podría correr el riesgo de no poder mantener durante la jubilación el nivel de vida que tenían antes de jubilarse. Las razones son diversas: los trabajadores no cotizan íntegramente a los sistemas de pensiones obligatorios a lo largo de su vida laboral o no complementan las pensiones obligatorias con ahorros voluntarios. Esto supone una gran preocupación, ya que el envejecimiento de la población aumenta el número de años que deben cubrir los ahorros para la jubilación y eleva las necesidades de ingresos para financiar los cuidados a largo plazo, además de las restricciones financieras que impone a los sistemas de pensiones de reparto (PAYG). Por lo tanto, la falta de preparación para la jubilación podría afectar a una parte cada vez mayor de la población en el futuro.

Este capítulo se centra en el aumento de las cotizaciones a las pensiones para incrementar los ingresos de jubilación. Existen varias políticas para aumentar los ingresos de jubilación y reducir la proporción de la población que no está preparada para la jubilación. Los gobiernos pueden aumentar los déficits públicos, reasignar presupuestos o aumentar los impuestos generales para elevar las prestaciones de los regímenes públicos de pensiones de reparto. Otro enfoque consiste en retrasar la edad de jubilación para equilibrar los períodos durante los cuales las personas cotizan y reciben prestaciones. Un tercer enfoque consiste en aumentar las cotizaciones a la seguridad social para que las personas puedan acumular derechos de pensión adicionales. Este capítulo se centra en este último.

El aumento de las cotizaciones a las pensiones conlleva compensaciones. Puede mejorar el bienestar de los futuros jubilados y favorecer el crecimiento económico si estas cotizaciones se destinan a planes de pensiones respaldados por activos y se invierten en la economía real (Oxford Economics, 2026[5]). Sin embargo, el aumento de las cotizaciones a las pensiones por parte de los empleadores puede elevar los costes laborales, mermar la competitividad de las empresas y reducir el crecimiento salarial, mientras que el aumento de las cotizaciones a las pensiones por parte de los trabajadores puede reducir la renta disponible y el consumo.

Este capítulo evalúa la necesidad de aumentar las cotizaciones a las pensiones en los países de la OCDE y ofrece orientaciones de política sobre cómo garantizar unas cotizaciones suficientemente elevadas para alcanzar los objetivos de ingresos durante la jubilación.[1] El análisis se centra en el papel de los planes de pensiones respaldados por activos como complemento de los regímenes de reparto. Evalúa la necesidad de cotizaciones adicionales en los distintos países y para las diferentes categorías de trabajadores, analiza en qué medida las personas ya cotizan de forma voluntaria para complementar sus pensiones obligatorias y evalúa la eficacia de las diferentes políticas destinadas a aumentar las cotizaciones.

En todos los países analizados, salvo uno, determinadas categorías de trabajadores tendrían que complementar su pensión obligatoria para alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación. De media, en todos los países, las brechas de cotización son mayores para las personas con ingresos medios y altos, las mujeres y los autónomos. En igualdad de condiciones, el déficit de cotización es mayor para los trabajadores con edades de jubilación más bajas, esperanzas de vida más altas, períodos de cotización más cortos y un menor rendimiento de las inversiones en sus carteras. Sin embargo, el comportamiento de ahorro de los trabajadores actuales sugiere que algunos de ellos podrían no alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación, ya que los trabajadores jóvenes, con bajos ingresos, las mujeres y los autónomos tienden a participar y a cotizar menos en los planes de pensiones respaldados por activos, y los niveles de cotización suelen ajustarse a tasas de cotización mínimas o predeterminadas.

Los sesgos conductuales, los bajos niveles de alfabetización financiera, las preocupaciones sobre la asequibilidad, las interrupciones en la trayectoria profesional y determinadas características de diseño pueden suponer obstáculos que impidan a las personas aportar lo suficiente de forma voluntaria, teniendo en cuenta su objetivo de ingresos para la jubilación. Existen diversas políticas para abordar los obstáculos a los que se enfrentan las personas a la hora de ahorrar para la jubilación y orientarlas hacia niveles de aportación acordes con su objetivo de ingresos para la jubilación. Entre las diferentes políticas se incluyen el aumento de las aportaciones obligatorias, el fomento de las aportaciones voluntarias de los empleadores, el «empujón suave» a las personas, la concesión de incentivos financieros, la información a las personas y la atención a sus necesidades.

En primer lugar, el capítulo determina la brecha de cotización en los países de la OCDE calculando la tasa de cotización que habría que abonar a un plan de pensiones de aportación definida para compensar la diferencia entre la tasa de sustitución prometida por los sistemas de pensiones obligatorios y una tasa de sustitución objetivo.

La sección 2.2 analiza el comportamiento real de ahorro de diferentes personas para comprobar si ya realizan aportaciones voluntarias adicionales para complementar sus pensiones obligatorias y para comprender los obstáculos que pueden impedirles hacerlo. La sección 2.3 evalúa la eficacia de diferentes políticas para orientar a las personas hacia niveles de aportación acordes con su objetivo de ingresos para la jubilación. La sección final presenta las « » y propone once medidas que los responsables políticos podrían adoptar para garantizar unas aportaciones suficientemente elevadas como para alcanzar los objetivos de ingresos para la jubilación.

2.1. Diferencias en las cotizaciones en los países de la OCDE

El primer paso para evaluar la necesidad de aumentar las cotizaciones es calcular las brechas de cotización. El análisis muestra que estas brechas varían considerablemente entre los países de la OCDE y tienden a ser mayores entre las personas con rentas medias y altas, las mujeres y los autónomos.

El análisis define la brecha de cotización como la tasa de cotización que un trabajador tendría que pagar a un plan de pensiones de aportación definida (DC) para compensar la diferencia entre un objetivo de ingresos para la jubilación y los ingresos previstos para la jubilación procedentes del sistema de pensiones obligatorio. Muestra en qué medida los trabajadores están lejos de alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación, expresado como la tasa de cotización voluntaria necesaria para complementar su pensión obligatoria. El cálculo de la brecha de cotización implica tres pasos:

1. **Definición de los ingresos de jubilación esperados del sistema de pensiones obligatorio**. El análisis utiliza las tasas brutas de sustitución teóricas de la *base de datos «Pensions at a Glance» de la OCDE* (OCDE, 2025[6]) como indicador de los ingresos de jubilación que las personas de distintos países pueden esperar de los sistemas de pensiones obligatorios. Estas tasas miden la eficacia con la que, según la normativa vigente, las pensiones obligatorias sustituyen los ingresos previos a la jubilación tras una carrera profesional completa para los trabajadores que se incorporan hoy al mercado laboral (OCDE, 2025[7]). Están disponibles para diferentes niveles de ingresos, sexos y tipos de empleo.[2]
2. **Definición del objetivo de ingresos de jubilación**. El análisis utiliza diferentes tasas de sustitución objetivo para distintos niveles de ingresos, con el fin de reflejar el objetivo de los ingresos de jubilación de mantener el nivel de vida. Estos objetivos comunes a todos los países son del 80 % para las personas con bajos ingresos (la mitad de los ingresos medios), del 70 % para las personas con ingresos medios y del 60 % para las personas con altos ingresos (el doble de los ingresos medios) (Recuadro 2.1).
3. **Cálculo de la brecha de cotización**. El análisis calcula la diferencia entre la tasa de sustitución objetivo y la tasa de sustitución bruta teórica y, si la diferencia es positiva, calcula la tasa de cotización que un trabajador tendría que aportar a un plan de pensiones de contribución definida para alcanzar una tasa de sustitución bruta igual a dicha diferencia. Este cálculo parte de la hipótesis de que los trabajadores aportan cada año una proporción constante de sus ingresos al plan de CD, que los ingresos crecen en consonancia con una inflación del 2 % y un crecimiento de la productividad del 1,25 %, que las aportaciones generan una rentabilidad real constante del 2,5 % y que las comisiones ascienden al 1 % de los activos. Se supone, además, que los trabajadores cotizan al plan de CD durante toda su vida laboral, desde los 22 años hasta la edad normal de jubilación en cada país, y que, en el momento de la jubilación, adquieren una renta vitalicia calculada utilizando una tasa de descuento fija del 1,5 % en términos reales y las probabilidades de supervivencia extraídas de la base de datos «Perspectivas de la Población Mundial 2024» de las Naciones Unidas.[3]

Recuadro 2.1. Definición del objetivo de ingresos para la jubilación

No existe un objetivo universal de ingresos para la jubilación. El análisis que aquí se presenta utiliza el 80 %, el 70 % y el 60 % como tasas de sustitución objetivo habituales para las personas con ingresos bajos (la mitad de los ingresos medios), las personas con ingresos medios y las personas con ingresos altos (el doble de los ingresos medios), respectivamente. No existe una fuente fidedigna que justifique el uso de estos objetivos específicos, pero son coherentes con la bibliografía revisada.

Existen varios factores que justifican la existencia de diferentes objetivos de ingresos para la jubilación entre países y personas:

- **Necesidades de** gasto: Es probable que las necesidades de gasto durante la jubilación varíen de un país a otro. Por ejemplo, los gastos sanitarios a cargo del propio jubilado dependen del sistema de seguro médico. Dentro de un mismo país, las necesidades de gasto también pueden variar entre individuos, por ejemplo, en función de si son propietarios de una vivienda, de sus niveles de endeudamiento, de la composición del hogar o del lugar de residencia.
- **Estilo de vida deseado**: Las personas pueden tener preferencias diferentes que den lugar a distintos estilos de vida deseados durante la jubilación. Por ejemplo, algunas personas pueden querer dedicarse a nuevas actividades de aprendizaje, voluntariado o actividades sociales, mientras que otras pueden querer viajar, lo que se traduce en distintos niveles de gasto.
- **Sistema fiscal**: El grado en que se gravan los ingresos de jubilación varía de un país a otro, lo que da lugar a distintos niveles de renta neta disponible. En general, 28 de los 38 países de la OCDE cuentan con alguna ventaja fiscal para las personas mayores o los pensionistas en el marco de su sistema de impuesto sobre la renta de las personas físicas (por ejemplo, mayores deducciones fiscales personales, créditos fiscales adicionales o normas fiscales específicas para los ingresos por pensiones) (OCDE, 2025[7]).

El objetivo de los ingresos de jubilación podría expresarse como un índice de referencia de consumo. Lamentablemente, solo algunos países han desarrollado índices de referencia de consumo que reflejen los niveles de gasto específicos que se requerirían para alcanzar diferentes estilos de vida durante la jubilación, como por ejemplo, modesto, moderado o cómodo, y es posible que su metodología no sea comparable (OCDE, 2024[8]).

Por lo tanto, en este capítulo el objetivo de ingresos para la jubilación se expresa como una tasa de sustitución objetivo. La tasa de sustitución se define como la relación entre los ingresos por pensión iniciales y los ingresos finales, y se utiliza habitualmente para reflejar los objetivos de mantener el nivel de vida y equilibrar el consumo a lo largo de los años de vida laboral y de jubilación. Es posible que solo unos pocos países cuenten con una tasa de sustitución objetivo explícita (OCDE, 2014[9]).

El análisis que aquí se presenta utiliza un objetivo común para todos los países de la OCDE. Aunque las diferencias entre países en cuanto a niveles de ingresos, necesidades de gasto y sistemas fiscales sugerirían el uso de distintas tasas de sustitución objetivo para cada país, una revisión de 52 estudios e informes que abarcan una amplia gama de países muestra que la mayoría de las tasas de sustitución objetivo se sitúan entre el 70 % y el 85 % (Oficina de Responsabilidad Gubernamental, 2016[10]). La tasa de sustitución media de la OCDE sería un objetivo común adecuado para todos los países de la OCDE, pero el valor del 52 % para un asalariado medio se sitúa significativamente por debajo del rango observado en otros estudios (OCDE, 2025[7]).

El objetivo de ingresos para la jubilación que aquí se plantea tiene en cuenta una importante fuente de heterogeneidad en las tasas de sustitución objetivo, a saber, el nivel de ingresos. Estudios realizados en varios países revelan que la tasa de sustitución necesaria para mantener estable el consumo disminuye a medida que aumentan los ingresos, ya que las personas con ingresos más bajos necesitan sustituir una mayor proporción de sus ingresos previos a la jubilación para evitar caer en la pobreza durante la jubilación (Binswanger y Schunk, 2011[11]; Schmied, 2023[12]; Yin, Chen y Munnell, 2023[13]). Sin embargo, el rango de las tasas de sustitución objetivo a lo largo de la distribución de ingresos varía de un país a otro; por ejemplo, oscila entre el 95 % y el 45 % en Estados Unidos, entre el 75 % y el 60 % en los Países Bajos, y entre el 80 % y el 50 % en el Reino Unido (Binswanger y Schunk, 2011[11]; Broome y Mulheirn, 2024[14]).

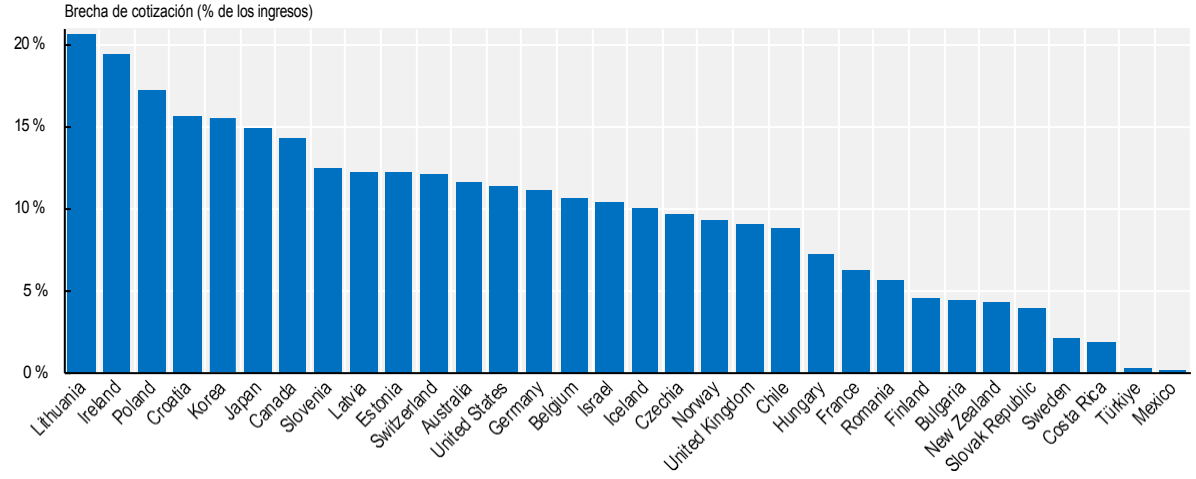
En conclusión, el análisis utiliza diferentes objetivos de ingresos de jubilación medidos mediante distintas tasas de sustitución objetivo para las personas con ingresos bajos (80 %), medios (70 %) y altos (60 %).

Las tasas de sustitución brutas teóricas de la *base de datos «Pensions at a Glance» de la OCDE,* utilizadas como indicador sustitutivo de los ingresos de jubilación esperados del sistema de pensiones obligatorio, presentan dos limitaciones principales. En primer lugar, representan los ingresos de jubilación máximos esperados, ya que los modelos de pensiones los calculan suponiendo que los trabajadores participan en el mercado laboral durante toda su vida laboral, desde los 22 años hasta la edad normal de jubilación. Sin embargo, la mayoría de las personas no cuentan con una vida laboral completa debido a interrupciones profesionales, inmigración, períodos de trabajo en la economía informal o períodos de desempleo. Suponer una vida laboral más corta reduciría tanto los ingresos de jubilación esperados como la duración del período de cotización al plan de pensiones de contribución definida (DC) voluntario, lo que daría lugar a una mayor brecha de cotización.

En segundo lugar, las tasas de sustitución brutas teóricas parten del supuesto de que las normas actuales para el cálculo de las pensiones obligatorias se mantendrán vigentes a lo largo de toda la vida laboral de los trabajadores que se incorporan hoy al mercado laboral. Sin embargo, los retos a los que se enfrentan los sistemas de pensiones en algunos países podrían dar lugar a tasas de sustitución más bajas en el futuro. De hecho, se prevé que el gasto público en pensiones aumente del 8,8 % del PIB en 2023-2024 al 10,0 % del PIB en 2050, como media en los países de la OCDE con datos disponibles, con incrementos de más de tres puntos porcentuales (p.p.) del PIB en Corea, Lituania, Luxemburgo, Eslovenia y España (OCDE, 2025[7]). Por lo tanto, es posible que algunos países apliquen reformas de las pensiones para limitar el aumento del gasto, lo que podría dar lugar a menores tasas de sustitución futuras por parte de los sistemas de pensiones obligatorios y aumentar la brecha de cotización. Las brechas de cotización calculadas deben interpretarse, por tanto, como estimaciones mínimas, ya que las trayectorias profesionales más cortas y las posibles reformas futuras de las pensiones podrían hacer que las brechas reales fueran mayores.[4]

La brecha de cotización es del 10 % o más para los trabajadores varones con salarios medios en 17 de los 41 países. En otras palabras, estos trabajadores tendrían que aportar al menos el 10 % de sus ingresos a un plan de pensiones voluntario de contribución definida para alcanzar la tasa de sustitución objetivo del 70 %, además de lo que ya aportan a su sistema de pensiones obligatorio. La brecha de cotización varía de un país a otro, oscilando entre menos del 5 % en Bulgaria, Costa Rica, Finlandia, México, Nueva Zelanda, la República Eslovaca, Suecia y la República de Turquía (en lo sucesivo, «Turquía»), y más del 15 % en Croacia, Irlanda, Corea, Lituania y Polonia (Figura 2.1). En nueve países, la brecha de cotización es nula, ya que el sistema de pensiones obligatorio ya ofrece una tasa de sustitución prevista de al menos el 70 % para los trabajadores varones con ingresos medios. En Suiza, la brecha de cotización del 12 % puede compensarse parcialmente gracias a que las tasas de cotización obligatorias en los planes de pensiones de empresa superan el mínimo legal.

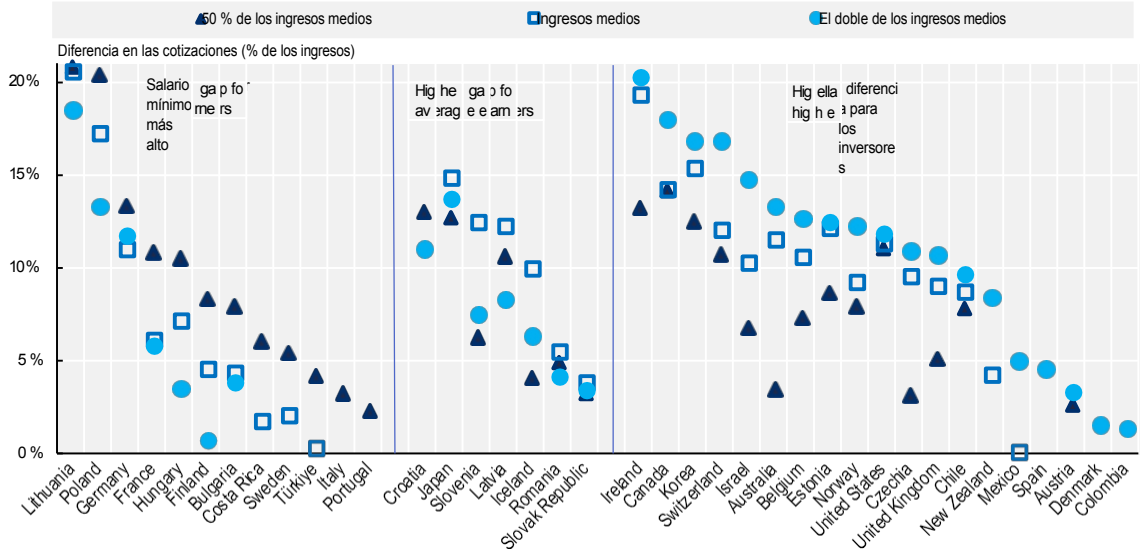
Figura 2.1. Brecha de cotización para los trabajadores varones con ingresos medios



Nota: Los trabajadores varones con ingresos medios tienen una brecha de cotización de cero en Austria, Colombia, Dinamarca, Grecia, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos, Portugal y España, ya que el sistema de pensiones obligatorio ya ofrece una tasa de sustitución prevista de al menos el 70 % para estos trabajadores.

La brecha de cotización es mayor para las personas con ingresos elevados en la mitad de los países, pero en otros 12 países son las personas con ingresos bajos las que deben cotizar más a un plan de pensiones voluntario de contribución definida para alcanzar su tasa de sustitución objetivo. La figura 2.2 muestra las brechas de cotización de los trabajadores varones divididas en tres paneles: 12 países en los que la brecha es mayor para los trabajadores con salarios bajos, 7 países en los que es mayor para los trabajadores con salarios medios y 19 países en los que es mayor para los trabajadores con salarios altos. La brecha media de cotización en los países con brechas positivas es del 8,6 % para los trabajadores con salarios bajos y del 9,7 % tanto para los trabajadores con salarios medios como para los de salarios altos (entre los trabajadores varones). La progresividad de los sistemas de pensiones obligatorios podría explicar las mayores brechas de cotización para los trabajadores con salarios medios y altos. Sin embargo, las grandes brechas de cotización para los trabajadores con salarios bajos pueden ser motivo de preocupación, ya que a menudo se enfrentan a mayores obstáculos para el ahorro voluntario. En general, hay 13 países en los que las personas con bajos ingresos tendrían que aportar al menos el 10 % de sus ingresos (Canadá, Croacia, Francia, Alemania, Hungría, Irlanda, Japón, Corea, Letonia, Lituania, Polonia, Suiza y Estados Unidos).

Figura 2.2. Brecha de cotización de los trabajadores varones según el nivel de ingresos

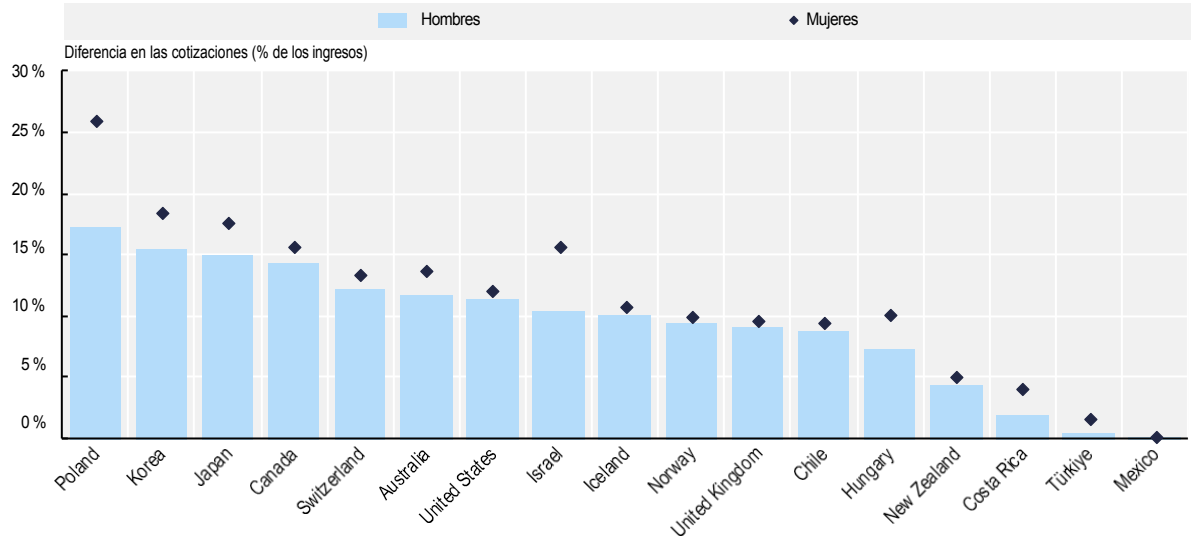


Nota: Los trabajadores varones tienen una brecha de cotización igual a cero en Grecia, Luxemburgo y los Países Bajos, ya que el sistema de pensiones obligatorio ya ofrece una tasa de sustitución prevista de al menos el 70 % para estos trabajadores, independientemente del nivel de ingresos.

La brecha de cotización es mayor para las mujeres que para los hombres en 17 países. Entre los trabajadores con ingresos medios, la brecha de cotización media —en los países con brechas positivas— es del 9,7 % para los hombres y del 10,8 % para las mujeres (Figura 2.3). Dos factores principales explican esta diferencia. En primer lugar, las mujeres viven, de media, más tiempo que los hombres. Si bien las compañías de seguros deben utilizar tablas de mortalidad neutras en cuanto al género para fijar el precio de las rentas vitalicias en los Estados miembros de la UE, los precios de las rentas vitalicias en otros países de la OCDE reflejan las diferencias de género en la esperanza de vida. En estos países, una mayor esperanza de vida aumenta la brecha de cotización, ya que los activos acumulados en el plan de pensiones de contribución definida (DC) voluntario deben financiar un período de jubilación más largo.

En segundo lugar, en algunos países las mujeres pueden jubilarse antes que los hombres. Una jubilación anticipada acorta el período de cotización en los planes de contribución definida, lo que aumenta la proporción de los ingresos que se debe ahorrar voluntariamente cada año para alcanzar la tasa de sustitución objetivo. En Costa Rica, Hungría, Israel, Polonia y Turquía, las mujeres pueden jubilarse entre dos y cinco años antes que los hombres, lo que da lugar a tasas de sustitución esperadas más bajas por parte del sistema de pensiones obligatorio, períodos de cotización más cortos en el plan de pensiones voluntario de contribución definida y, por lo tanto, mayores brechas de cotización.

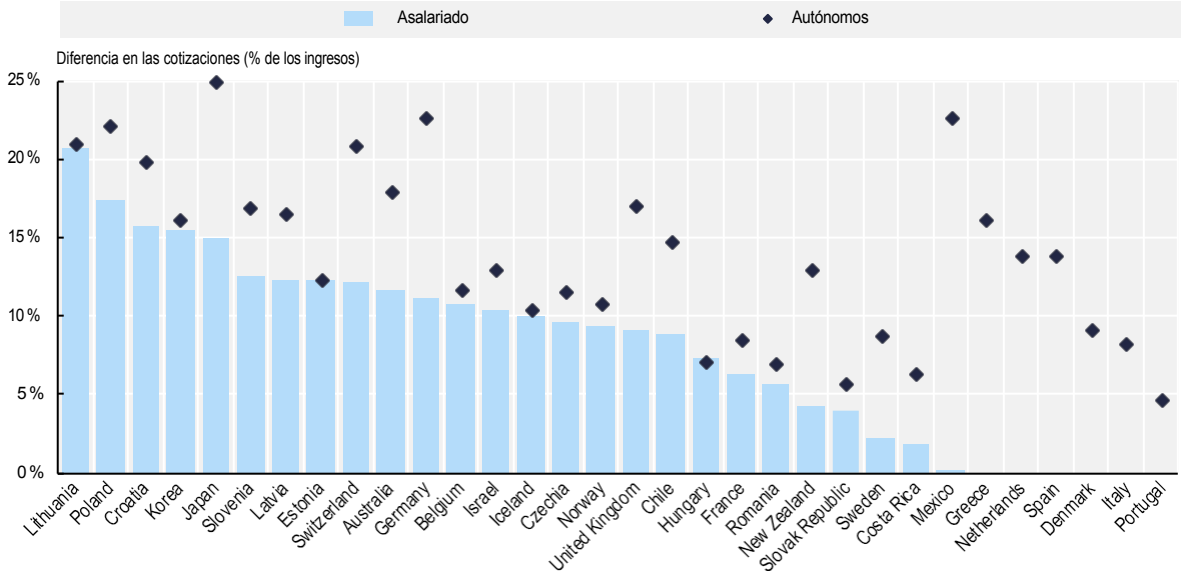
Figura 2.3. Brecha de cotización de los trabajadores con ingresos medios, por sexo



Nota: La figura solo muestra los países en los que la diferencia en las cotizaciones entre trabajadores y trabajadoras varía en función de los ingresos medios.

La diferencia en las cotizaciones es mayor para los autónomos que para los asalariados en 31 países. Esto se debe principalmente a que las tasas de sustitución previstas por los sistemas de pensiones obligatorios son más bajas para los autónomos. En algunos países, no están obligados a participar, al menos en parte, en el sistema de pensiones obligatorio (por ejemplo, Australia, Alemania, Japón, México, Países Bajos y Suiza). En otros, cotizan menos que los asalariados debido a tipos de cotización más bajos o a cotizaciones a tanto alzado y, por lo tanto, acumulan derechos de pensión más reducidos (p. ej., Grecia, Israel, Noruega y Polonia). La diferencia media en las cotizaciones es del 9,7 % para los empleados c es y del 13,1 % para los autónomos, entre los trabajadores varones con salario medio. La diferencia en las cotizaciones supera el 15 % para los autónomos en 13 países (Figura 2.4).

Figura 2.4. Brecha de cotización de los trabajadores varones con ingresos medios por tipo de empleo



Nota: La figura solo muestra los países en los que la diferencia en las cotizaciones entre los trabajadores por cuenta ajena y los autónomos se basa en los ingresos medios.

Todos menos uno de los 41 países analizados presentan diferencias en las cotizaciones. Para cada categoría de trabajadores, hay entre 32 y 38 países con diferencias en las cotizaciones, y si se combinan las diferentes categorías de trabajadores, hay 40 países con diferencias en las cotizaciones. El único país de la OCDE en el que el sistema de pensiones obligatorio garantiza una tasa de sustitución tras una carrera profesional completa de entre el 60 % y el 80 %, en función de los ingresos, tanto para hombres como para mujeres, asalariados y autónomos, es Luxemburgo.

Las brechas de cotización calculadas dependen de varias hipótesis. En primer lugar, puede resultar demasiado optimista suponer que los trabajadores ahorran en un plan de pensiones de contribución definida (DC) voluntario a lo largo de toda su vida laboral. Es posible que algunas personas no empiecen a ahorrar para la jubilación hasta más adelante, ya que, al inicio de su carrera profesional, los recursos se destinan, por ejemplo, a pagar préstamos estudiantiles, comprar su primera vivienda o cubrir gastos relacionados con los hijos. Comenzar a realizar aportaciones voluntarias a los 45 años en lugar de a los 22 reduciría aproximadamente a la mitad el período de aportación en un plan de CD en la mayoría de los países y duplicaría la brecha de aportación. En segundo lugar, la brecha de cotización depende del rendimiento de la inversión de la cartera en un plan de CD. La rentabilidad depende de la estrategia de inversión elegida por los afiliados al plan o asignada por defecto, y puede variar entre generaciones debido a las diferentes condiciones de e encia de los mercados de capitales. Una menor rentabilidad aumenta la brecha de cotización, ya que reduce los activos acumulados al jubilarse y, a su vez, los ingresos complementarios que proporciona el plan de CD voluntario.

2.2. ¿Son suficientes las aportaciones voluntarias para cubrir la brecha?

El segundo paso para evaluar la necesidad de aumentar las aportaciones consiste en analizar si las personas están ahorrando actualmente lo suficiente de forma voluntaria para cerrar las brechas de aportación identificadas anteriormente. En esta sección se examinan, en primer lugar, las aportaciones voluntarias a los planes de pensiones respaldados por activos entre diferentes personas en determinados países de la OCDE, y se muestra que es posible que ciertas categorías de trabajadores no aporten lo suficiente de forma voluntaria para cerrar su brecha de aportación y alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación. A continuación, la sección analiza las barreras e es que pueden impedir que se realicen aportaciones voluntarias suficientes. Concluye con un análisis sobre otras formas de ahorro a las que los individuos pueden recurrir para financiar su jubilación.

2.2.1. Aportaciones voluntarias a planes de pensiones financiados con activos

En muchos países, una parte significativa de la población en edad de trabajar carece de ahorros voluntarios en planes de pensiones financiados con activos. El primer paso para colmar la brecha de cotización es afiliarse a un plan de pensiones financiado con activos. Sin embargo, son pocos los que participan de forma voluntaria en estos planes para complementar sus pensiones obligatorias. La participación en los planes de pensiones voluntarios varía de un país a otro, desde menos del 10 % de la población en edad de trabajar en Costa Rica, Grecia, Luxemburgo o México, hasta alrededor del 50 %-60 % en Bélgica, la República Checa (en lo sucesivo, «Chequia»), Alemania, Islandia, Irlanda, Japón y Polonia (capítulo 1).[5] En 9 de los 19 países de la OCDE en los que solo existen planes voluntarios, participa menos de la mitad de la población en edad de trabajar.

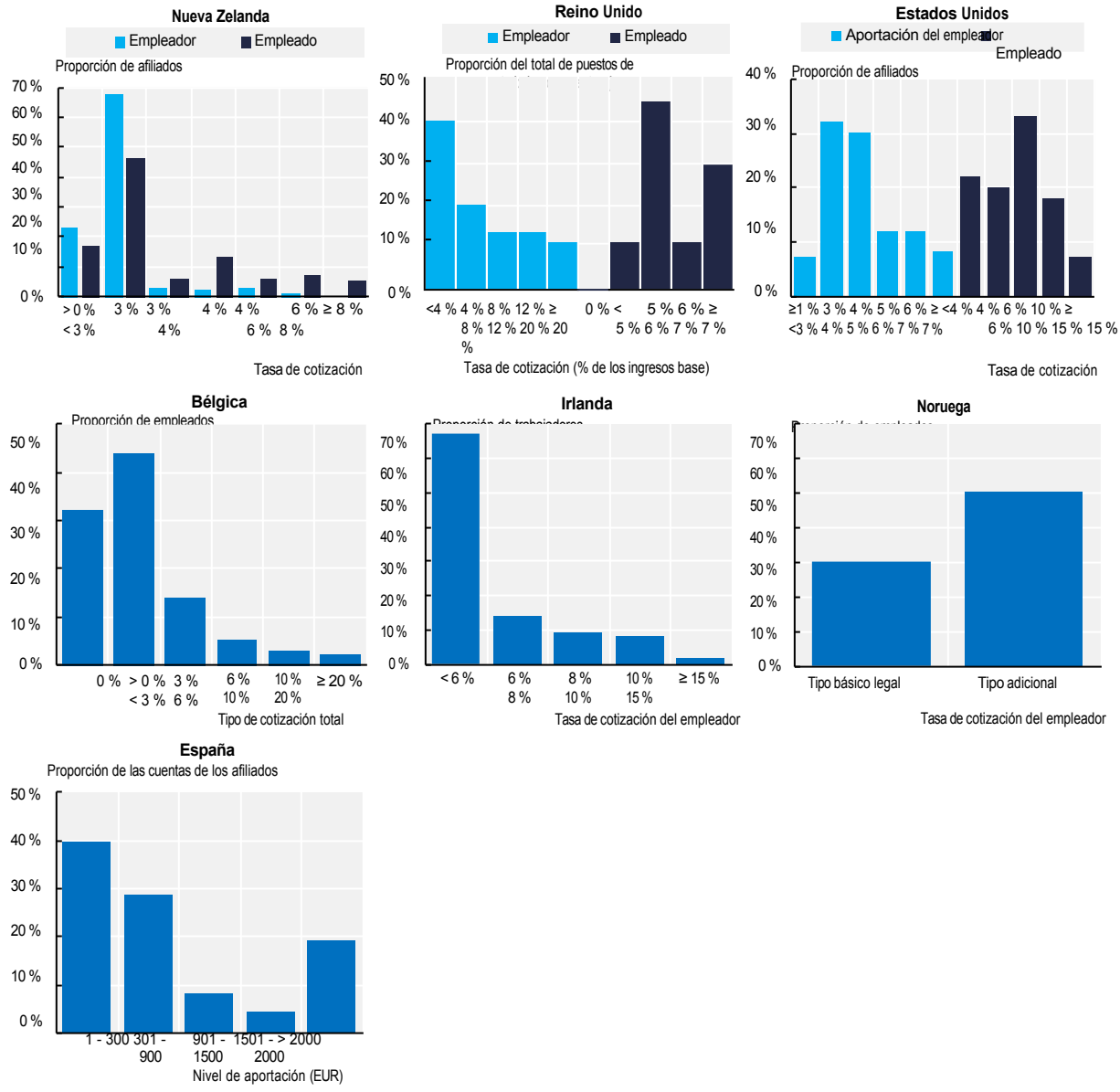
Las tasas de participación en los planes de pensiones voluntarios tienden a ser más bajas entre los trabajadores más jóvenes, las personas con ingresos más bajos, los autónomos y las mujeres. Las tasas de participación tienden a aumentar con la edad y alcanzan su punto álgido hacia la mitad o el final de la vida laboral (OCDE, 2012[15]). Como consecuencia, es posible que muchos trabajadores no coticen a un plan de pensiones voluntario durante toda su vida laboral. Las tasas de participación tienden a aumentar con los ingresos, estabilizándose a partir del séptimo u octavo decil de ingresos (OCDE, 2012[15]). Además, las mujeres tienden a participar menos que los hombres en los planes de pensiones voluntarios, en particular cuando no existen planes de pensiones de empresa en sectores en los que predominan las mujeres (OCDE, 2021[16]). Por último, los trabajadores por cuenta propia son menos propensos a participar en planes de pensiones respaldados por activos que los asalariados (OCDE, 2019[17]).

Entre las personas que participan en un plan de pensiones financiado con activos, es posible que algunas no contribuyan de forma activa y continua al mismo. Por ejemplo, en Bélgica, el 78 % de la población activa participa en un plan de pensiones complementario, pero esta proporción se reduce al 59 % si solo se tienen en cuenta las personas que actualmente cotizan y acumulan derechos de pensión (PensionStat.be, 2025[18]). En Irlanda, alrededor del 20 % de las personas con un

plan de pensiones personal no cotiza al mismo (Oficina Central de Estadística, 2024[19]). En Nueva Zelanda, el 30 % de los afiliados a KiwiSaver de entre 18 y 65 años no cotizaban a fecha de 31 de marzo de 2025 (Autoridad de Mercados Financieros, 2025[20]), y los autónomos son más propensos a ser afiliados que no cotizan que los asalariados (Comisión de Jubilación Te Ara Ahunga Ora/Hnry, 2025[21]). En el Reino Unido, el 58 % de los adultos tiene un plan de pensiones en fase de acumulación, pero esta proporción se reduce al 45 % cuando se tienen en cuenta únicamente los planes de pensiones a los que se están realizando aportaciones en la actualidad (Autoridad de Conducta Financiera, 2025[22]).

Las tasas de cotización suelen situarse en torno a unos pocos valores relativamente bajos. Esto ocurre especialmente cuando existen tasas de cotización por defecto o mínimas (Figura 2.5). En el Reino Unido, las tasas de cotización más habituales de los empleadores y los empleados a los planes de pensiones de aportación definida (DC) correspondientes a los planes de empresa se ajustan a los mínimos establecidos para la inscripción automática, es decir, el 3 % de los ingresos computables para los empleadores y el 5 % para los empleados. De manera similar, en Nueva Zelanda, aproximadamente el 63 % de los afiliados a KiwiSaver cotizan al tipo mínimo y por defecto, mientras que el 91 % recibió aportaciones del empleador al tipo mínimo. Estas cifras incluyen a los afiliados que no cotizaron durante todo el año y, por lo tanto, tienen una tasa de cotización anualizada inferior al 3 %.[6] En Noruega, el 30 % de los trabajadores recibe de su empleador la tasa de cotización mínima legal del 2 %, mientras que el 50 % recibe una tasa adicional del 9,1 % de media. Incluso en ausencia de una tasa de cotización mínima o por defecto, la distribución de las tasas de cotización tiende a inclinarse hacia valores bajos. Por ejemplo, en Bélgica, el 66 % de los trabajadores que participan activamente en un plan de pensiones de empleo tiene una tasa de cotización total inferior al 3 %. En España, el 54 % de las cuentas de pensiones de empleo no recibieron ninguna aportación en 2024 y, entre aquellas con aportaciones positivas, el 68 % no recibió más de 900 euros durante el año.

Figura 2.5. Distribución de las contribuciones voluntarias en determinados países de la OCDE

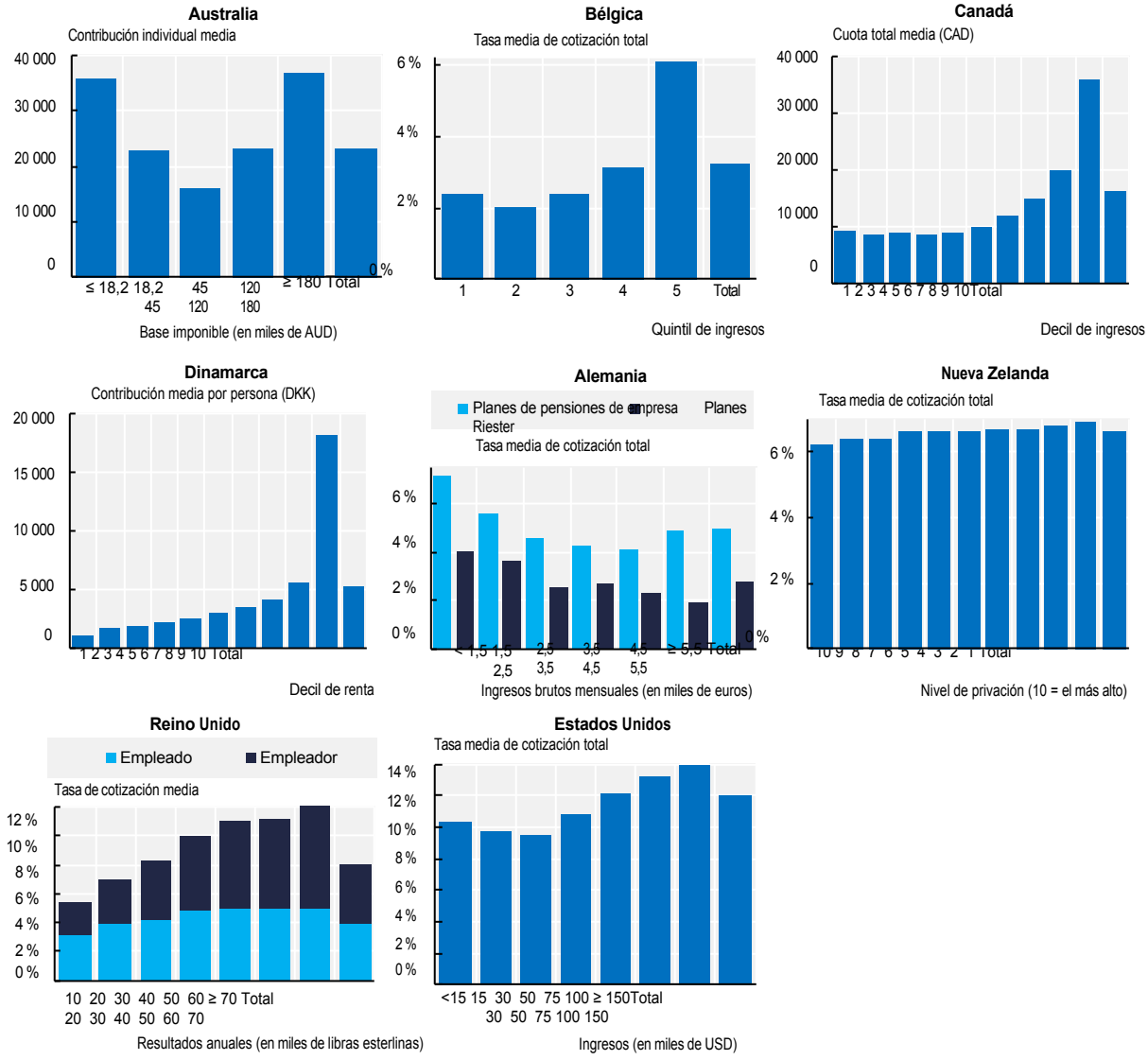


Notas: Los datos se refieren a planes de pensiones complementarios para empleados en Bélgica, planes de pensiones de empresa gestionados por Irish Life en Irlanda, planes KiwiSaver en Nueva Zelanda, planes de pensiones de aportación definida (DC) en Noruega y el Reino Unido, planes de pensiones de empresa en España y planes de pensiones de empresa gestionados por Vanguard en Estados Unidos.
Fuente: Basado en Sigedis (2025[23]); Irish Life (2018[24]); Kirkpatrick, L., L. Meehan y G. Pacheco (2024[25]); Finance Norway (2025[26]); DGSFP (2025[27]); ONS (2024[28]); ONS (2024[29]); Vanguard (2025[30]).

Las aportaciones voluntarias medias tienden a variar en función de los ingresos. En Bélgica, Nueva Zelanda y Estados Unidos, las tasas de aportación aumentan con los ingresos entre las personas que participan en un plan (Figura 2.6). Por el contrario, las tasas medias de aportación a los planes Riester disminuyen con los ingresos en Alemania, ya que estos planes de pensiones personales se benefician de subvenciones públicas que resultan más atractivas para las personas con ingresos más bajos. En el caso de Australia, los datos sugieren que las tasas medias de cotización pueden ser más elevadas para las personas con rentas más bajas que para las de rentas medias. Esto podría deberse al programa de «super-contribución compartida», que anima a las personas con rentas más bajas a realizar aportaciones voluntarias, ya que el Gobierno aporta una cantidad equivalente

contribuciones solo a las personas con ingresos inferiores a un umbral determinado. En Canadá y Dinamarca, los niveles medios de las contribuciones son muy similares hasta el sexto o séptimo decil y, a partir de ahí, aumentan de forma más pronunciada a medida que aumentan los ingresos.

Figura 2.6. Contribuciones voluntarias medias por nivel de ingresos, países seleccionados de la OCDE

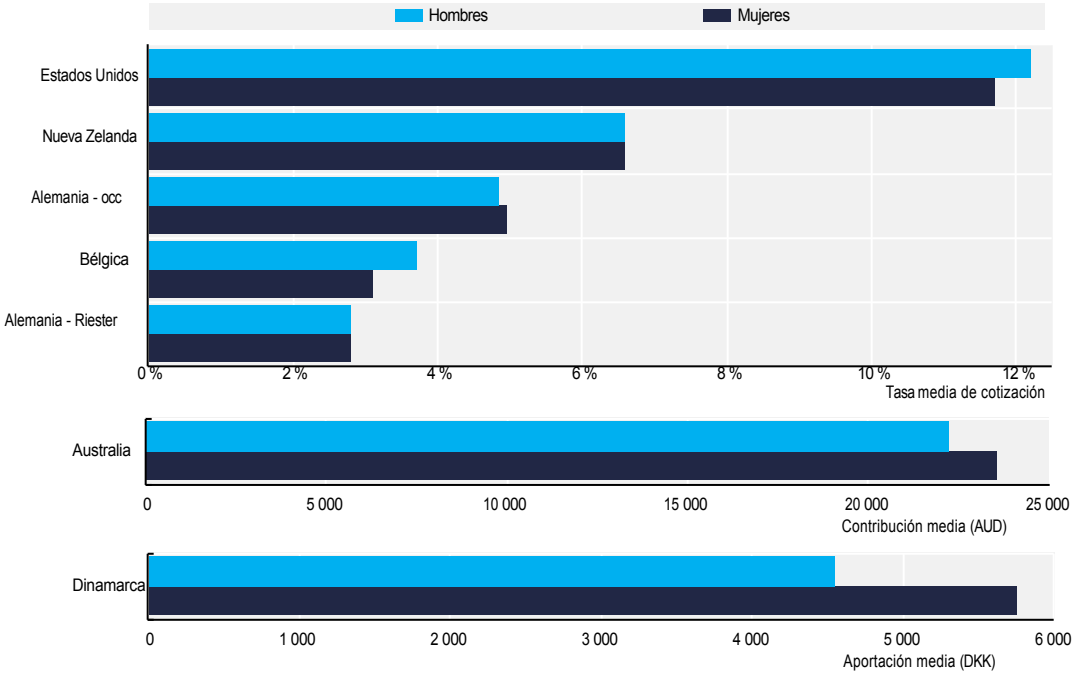


Notas: Los datos se refieren a las aportaciones personales a fondos de jubilación en Australia; a planes de pensiones complementarios para empleados en Bélgica; a planes de pensiones registrados, planes de ahorro para la jubilación registrados y cuentas de ahorro libres de impuestos en Canadá; a planes de pensiones personales en Dinamarca; a planes de pensiones de empresa y planes de pensiones Riester en Alemania; a planes KiwiSaver en Nueva Zelanda; a planes de contribución definida de empresa en el Reino Unido; y a planes de pensiones de empresa gestionados por Vanguard en Estados Unidos.

Fuente: Basado en la Oficina Tributaria de Australia (2025[31]), Sigedis (2025[23]); Statistics Canada (2023[32]); F&P (2025[33]); Ministerio Federal de Trabajo y Asuntos Sociales (2025[34]); Kirkpatrick, L., L. Meehan y G. Pacheco (2024[25]); Departamento de Trabajo y Pensiones (2025[35]); Vanguard (2025[30]).

Los hombres y las mujeres suelen presentar tasas o niveles de cotización voluntaria relativamente comparables. En Estados Unidos y Bélgica, las tasas de cotización son más elevadas para los hombres que para las mujeres, pero las diferencias son in mente inferiores a 60 puntos básicos de los ingresos (Figura 2.7). En Australia y Dinamarca, las mujeres cotizan más que los hombres de media al año, concretamente en torno a 1 300 AUD y 1 200 DKK, respectivamente.

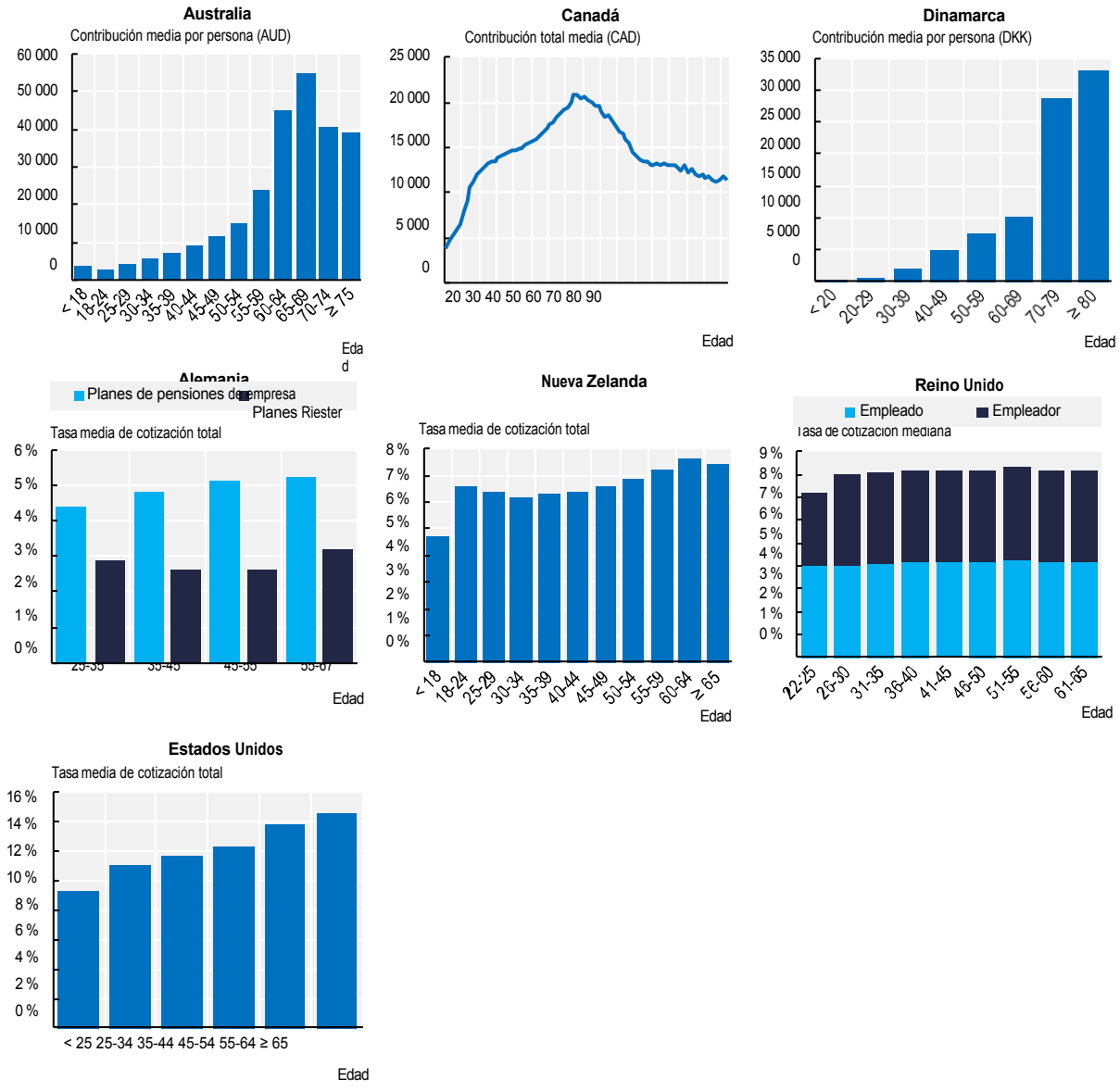
Figura 2.7. Contribuciones voluntarias medias por sexo, en determinados países de la OCDE



Notas: Los datos se refieren a las aportaciones personales a fondos de jubilación en Australia, a planes de pensiones complementarios para empleados en Bélgica, a planes de pensiones personales en Dinamarca, a planes de pensiones de empresa («occ» en la figura) y a planes de pensiones Riester en Alemania, a planes KiwiSaver en Nueva Zelanda y a planes de pensiones de empresa gestionados por Vanguard en Estados Unidos.
Fuente: Basado en la Oficina Tributaria de Australia (2025[31]); Sigedis (2025[23]); F&P (2025[33]); Ministerio Federal de Trabajo y Asuntos Sociales (2025[34]); Kirkpatrick, L., L. Meehan y G. Pacheco (2024[25]); Vanguard (2025[30]).

Por último, las aportaciones voluntarias tienden a aumentar con la edad, alcanzando su máximo cuando las personas se encuentran entre los 50 y los 60 años, y a veces incluso más tarde. En la mayoría de los países, las tasas o los niveles medios de aportación son más elevados para las personas de más edad, lo que indica que los individuos pueden aumentar sus aportaciones voluntarias a medida que se acercan a la edad de jubilación (Figura 2.8). Sin embargo, en Alemania, en 2021 las personas de entre 25 y 35 años aportaban un porcentaje ligeramente superior de sus ingresos a su plan Riester (2,9 %) que las de entre 35 y 55 años (2,6 %). En el Reino Unido, las tasas de cotización medianas se mantienen relativamente constantes entre los 26 y los 65 años. El aumento de las cotizaciones con la edad concuerda con lo que la literatura sugiere que es óptimo para los individuos, dadas las mayores restricciones de liquidez al inicio de la carrera profesional (por ejemplo, la amortización de préstamos estudiantiles o el ahorro para el pago inicial de la compra de una vivienda) y los ingresos más elevados al final de la misma (Schlafmann, Setty y Vestman, 2024[36]; Fischer, Jensen y Koch, 2023[37]). Sin embargo, las tasas de aportación necesarias en las últimas etapas de la carrera profesional podrían acabar siendo demasiado elevadas y es posible que las personas no tengan la disciplina necesaria para aumentar las tasas de aportación hasta ese nivel.

Figura 2.8. Contribuciones voluntarias medias por edad, en determinados países de la OCDE



Nota: Los datos se refieren a las aportaciones personales a los fondos de jubilación en Australia, a los planes de pensiones registrados, a los planes de ahorro para la jubilación registrados y a las cuentas de ahorro libres de impuestos en Canadá, a los planes de pensiones personales en Dinamarca, a los planes de pensiones de empresa y Riester en Alemania, a los planes KiwiSaver en Nueva Zelanda, a los planes de contribución definida de empresa en el Reino Unido y a los planes de pensiones de empresa gestionados por Vanguard en Estados Unidos.
Fuente: Basado en la Oficina Tributaria de Australia (2025[31]); Statistics Canada (2023[32]); F&P (2025[33]); Ministerio Federal de Trabajo y Asuntos Sociales (2025[34]); Kirkpatrick, L., L. Meehan y G. Pacheco (2024[25]); Departamento de Trabajo y Pensiones (2025[35]); Vanguard (2025[30]).

Este análisis sugiere que las personas con bajos ingresos, las mujeres y los trabajadores autónomos, que presentan las mayores brechas de cotización en algunos países, son también los que menos probabilidades tienen de participar en planes de pensiones respaldados por activos y los que menos cotizan. Además, la tendencia al aumento de la participación y las cotizaciones con la edad sugiere que podría ser necesario aumentar significativamente las cotizaciones voluntarias al final de la vida laboral para cerrar la brecha global de cotización.

2.2.2. Barreras que impiden a las personas aportar lo suficiente de forma voluntaria

Existen varias barreras que pueden impedir que las personas contribuyan voluntariamente lo suficiente como para alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación. Entre ellas se incluyen los sesgos conductuales, los bajos niveles de alfabetización financiera, las preocupaciones sobre la asequibilidad, las interrupciones en la carrera profesional y determinadas características de diseño.

Los sesgos conductuales pueden influir en las decisiones de las personas respecto a sus aportaciones. La inercia y la procrastinación, debidas a la complejidad de la planificación de la jubilación y a la aversión al arrepentimiento, suelen llevar a las personas a retrasar o a no tomar decisiones que redundarían en su propio beneficio, como aumentar las aportaciones (Money & Pensions Service, 2020[38]; OCDE, 2018[39]). Ahorrar para la jubilación requiere autocontrol, pero, debido al sesgo del presente, las personas tienden a dar más importancia a la gratificación inmediata (por ejemplo, a través del consumo) que a los beneficios futuros (por ejemplo, a través del ahorro), por lo que no logran poner en práctica sus buenas intenciones. La lejanía de la jubilación hace que las prestaciones de pensión futuras resulten más abstractas y difíciles de evaluar para las personas, que pueden subestimar los ingresos que necesitarán durante la jubilación. Esto también está relacionado con el hecho de que las personas piensan en términos nominales y no tienen en cuenta el impacto de la inflación en el gasto futuro. La aversión a la pérdida también puede afectar a las cotizaciones a la pensión, ya que las personas pueden mostrarse reacias a reducir su salario neto para aumentar dichas cotizaciones.

Las personas pueden tener bajos niveles de alfabetización financiera, lo que afecta a su decisión sobre una tasa de cotización adecuada. Determinar la tasa de cotización adecuada requiere conocimientos, capacidad de cálculo y competencias financieras (OCDE, 2018[39]). Las personas deberían calcular cuánto dinero necesitarán durante la jubilación y comprender cómo las aportaciones realizadas a un plan de pensiones de contribución definida afectan a los futuros ingresos de jubilación. Esto requiere habilidades numéricas y financieras para evaluar si las aportaciones realizadas se traducirán finalmente en unos ingresos que cubran sus necesidades durante la jubilación. Esa evaluación debería realizarse teniendo en cuenta el nivel de ingresos de jubilación que pueden esperar de otros componentes del sistema de pensiones, lo que requiere conocer cómo se calculan las prestaciones en otros regímenes de pensiones. Las personas también deben comprender que los ingresos procedentes de los planes de pensiones de contribución definida son inciertos debido a los riesgos financieros, demográficos y del mercado laboral. Un nivel determinado de aportación puede ser suficiente para alcanzar un objetivo de ingresos de jubilación solo en determinadas circunstancias, dependiendo de cómo se materialicen los diferentes riesgos. Además, es posible que muchos adultos no comprendan suficientemente los conceptos financieros básicos y carezcan de las competencias financieras necesarias para tomar decisiones financieras acertadas (OCDE, 2023[40]).

Los bajos niveles de alfabetización financiera pueden llevar a utilizar reglas empíricas simples o heurísticas para determinar las tasas de aportación. Por ejemplo, las personas pueden elegir tasas de aportación que sean múltiplos del 5 %, basándose en la tasa máxima permitida por el plan o por la normativa fiscal, o en el mínimo necesario para obtener la totalidad de las aportaciones complementarias del empleador (Benartzi y Thaler, 2007[41]). Sin embargo, es posible que dichas reglas no den lugar a un nivel de aportación adecuado, dadas sus circunstancias personales.

Otra consecuencia de los sesgos conductuales y los bajos niveles de alfabetización financiera es la falta de implicación de las personas que participan en un plan de pensiones. Como resultado de esta falta de implicación, saben poco sobre cuánto han acumulado, cuánto deberían aportar y cómo se invierte su dinero. En 2024, solo el 24 % de los adultos del Reino Unido que contribuían activamente a un plan de pensiones de aportación definida se consideraban muy comprometidos con su pensión, según una combinación de nueve indicadores. Si bien el 62 % sabía cuánto se aportaba a su plan, solo el 20 % había reflexionado en profundidad sobre cuánto debería aportar cada año para mantener un nivel de vida razonable durante la jubilación (Autoridad de Conducta Financiera, 2025[22]).

La disposición a sacrificar el salario actual a cambio de prestaciones de jubilación futuras puede variar de una persona a otra. En el Reino Unido, los trabajadores están dispuestos a renunciar, de media, al 0,3 % de su salario a cambio de un aumento de 1 punto porcentual en sus futuros ingresos de jubilación (Deschacht, Guillemyn y Vujić, 2025[42]). La disposición a renunciar a parte del salario a cambio de prestaciones de jubilación es mayor entre los trabajadores de más edad, los que ahorran activamente para su jubilación, las personas con ingresos más elevados y los trabajadores con mayor alfabetización financiera y mayor aversión al riesgo. Esto indica que la disposición a contribuir a un plan de pensiones variaría entre trabajadores con características diferentes, en la medida en que dichas contribuciones reducirían su salario neto.

Los objetivos financieros contrapuestos y las preocupaciones sobre la asequibilidad pueden impedir que las personas ahorren para la jubilación. Es posible que las personas den prioridad al ahorro para un gasto importante (por ejemplo, una vivienda, un coche o la educación) y al pago de deudas frente al ahorro para la jubilación (Pew, 2025[43]). Las personas con bajos ingresos pueden considerar que las aportaciones a los planes de pensiones no son asequibles y dar prioridad a la gestión presupuestaria a corto plazo (Departamento de Trabajo y Pensiones, 2024[44]). Además, el entorno económico puede afectar a la capacidad de las personas para ahorrar para la jubilación, ya que es más probable que reduzcan o dejen de realizar aportaciones en épocas de incertidumbre económica y aumento del coste de la vida (Allianz Center for the Future of Retirement, 2026[45]; Living Wage Foundation, 2024[46]). En el Reino Unido, las personas con bajos ingresos y empleos precarios consideran que sus ingresos son demasiado inestables como para ahorrar para la jubilación (Ministerio de Trabajo y Pensiones, 2024[44]).

Las aportaciones obligatorias a los planes de pensiones pueden desplazar a las aportaciones voluntarias. La tasa media efectiva de aportación a los planes de pensiones obligatorios o cuasi obligatorios fue del 18,8 % para los trabajadores del sector privado con salarios medios en la OCDE en 2024 (OCDE, 2025[7]).[7] Superó el 25 % en Chequia, Francia, Grecia, Italia, España y el Reino Unido. Esto puede dejar un margen limitado para las aportaciones voluntarias.

Es posible que los empleadores no estén dispuestos a aportar más del mínimo en nombre de sus empleados. En Nueva Zelanda, solo el 9 % de los empleados recibe aportaciones del empleador a su plan KiwiSaver por encima de la tasa mínima del 3 % (Te Ara Ahunga Ora Retirement Commission, 2025[47]). En el Reino Unido, el 37 % de los empleadores solo ofrece la tasa de aportación mínima establecida en la legislación sobre inscripción automática,
es decir, el 3 % de una franja salarial admisible, a todos sus empleados (Nest Insight, 2022[48]). Esta proporción aumenta hasta el 59 % entre los empleadores con menos de 50 empleados. La asequibilidad es la principal razón aducida por el 51 % de los empleadores que ofrecen el mínimo, mientras que el 31 % considera que se trata de la cantidad recomendada por el Gobierno, el 26 % da prioridad a destinar fondos al salario base y el 24 % afirma que es la norma en su sector. Es posible que los empleados tampoco muestren interés por los planes de pensiones de empresa, lo que desalienta a los empleadores a ofrecer dichos planes o a aportar más allá del mínimo (OCDE, 2022[49]).

Además, es posible que los sindicatos no presionen para que se aumenten las aportaciones a los planes de pensiones de empresa negociados mediante la negociación colectiva. Los sindicatos pueden temer que las pensiones de empresa socaven el papel de las pensiones de reparto y afecten a los salarios. Por ejemplo, en Austria y Bélgica, los sindicatos muestran escaso interés en aumentar las tasas de cotización a los planes de pensiones de empresa y sectoriales, respectivamente, ya que tienden a dar prioridad al régimen público de pensiones como principal vehículo para proporcionar ingresos de jubilación, favorecen el mantenimiento de los niveles salariales en un contexto de bajo crecimiento salarial y consideran que el riesgo de inversión hace que las prestaciones de las pensiones de empresa sean inseguras (Keune, 2018[50]).

Las interrupciones en la trayectoria profesional también pueden reducir la capacidad de las personas para pagar cotizaciones regulares. Es posible que los trabajadores temporales no siempre puedan cotizar a un plan de pensiones de empresa cuando este exige una antigüedad mínima o una duración mínima del contrato para poder participar (OCDE, 2019[17]). Además, en algunos países, las cotizaciones del empleador a los planes de pensiones voluntarios se interrumpen durante el permiso de maternidad (por ejemplo, en Austria, Nueva Zelanda, Polonia y Estados Unidos) (OCDE, 2021[16]).[8] Los períodos de desempleo también impiden la continuidad de las cotizaciones.

Incluso cuando los empleadores realizan aportaciones, los trabajadores pueden perder parte de estas si abandonan la empresa antes de que finalice el período de consolidadación. En varios países, es posible que las aportaciones del empleador a los planes de pensiones de empresa no se consoliden de forma inmediata (OCDE, 2019[17]). Los empleadores utilizan principalmente los períodos de consolidadación como herramienta de retención y para reducir costes. Sin embargo, estos períodos afectan a los ahorros para la jubilación de los trabajadores. En Estados Unidos, la proporción de participantes que abandonan su empresa antes de que finalice su período de consolidadion aumentó del 19 % en 2010 al 29 % en 2018. La pérdida media representa el 37 % del saldo de la cuenta de las personas que abandonan la empresa, lo que afecta principalmente a los trabajadores más jóvenes y con menores ingresos (Carranza y Goodman, 2024[51]).

Los límites máximos de las aportaciones pueden restringir las aportaciones voluntarias. Muchos países limitan el nivel de las aportaciones que dan derecho a desgravaciones fiscales (OCDE, 2025[52]). Algunos países expresan el límite como un porcentaje de los ingresos hasta un techo nominal, mientras que otros lo expresan como una cantidad fija (OCDE, 2024[53]). Por ejemplo, los límites fijos representan menos del 10 % del salario medio en siete países de la OCDE (OCDE, 2024[53]). Estos límites son

útiles para limitar el coste fiscal de los incentivos fiscales para el Estado y evitar recompensar de manera desproporcionada a las personas con rentas más altas, ya que estas son más propensas a ahorrar para la jubilación y tienen una mayor capacidad de ahorro. Sin embargo, pueden resultar restrictivos para estas personas cuando presentan importantes déficits de cotización. Algunos países también calculan las cotizaciones sobre los ingresos limitados. En el Reino Unido, la tasa de cotización total mínima en el marco de la inscripción automática debe ser, como mínimo, del 8 % de un tramo de ingresos, pero la tasa de cotización efectiva, expresada como porcentaje del salario total, sigue una curva en forma de joroba en función del nivel salarial y alcanza un máximo del 7 % del salario total para los empleados que ganan 50 000 libras esterlinas (Pensions Policy Institute, 2024[54]). Esto significa que las personas con ingresos más elevados pueden verse en la necesidad de tomar la decisión activa de cotizar por encima del mínimo predeterminado para alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación.

Las tasas de cotización mínimas y por defecto para las aportaciones voluntarias suelen ser relativamente bajas. Por ejemplo, las tasas de cotización por defecto utilizadas en el contexto de la inscripción automática son inferiores al 5 % en Quebec (Canadá) y en Turquía. Las bajas tasas de cotización por defecto pueden resultar útiles para animar a las personas a ahorrar y reducir las tasas de exclusión voluntaria. Sin embargo, pueden suponer un problema, ya que las personas tienden a mantener las tasas de cotización predeterminadas incluso cuando estas no son adecuadas para ellas (Madrian y Shea, 2001[55]; Choi et al., 2004[56]). Las personas también pueden optar por el mínimo debido a preocupaciones sobre la asequibilidad o a la falta de comprensión del impacto de las cotizaciones en los futuros ingresos de jubilación (OCDE, 2018[39]).

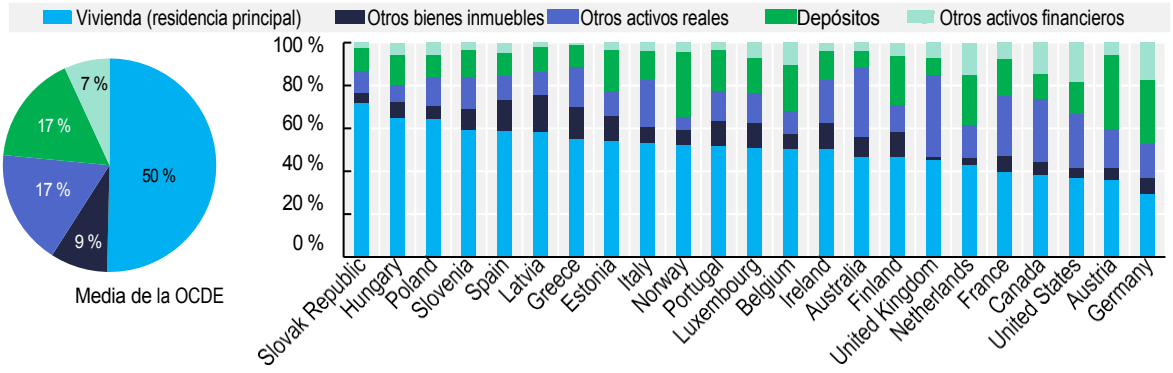
Los malos resultados históricos también pueden disuadir a las personas de ahorrar para la jubilación en planes de pensiones respaldados por activos. Si las estrategias de inversión conservadoras dan lugar a rendimientos bajos o negativos, debido, por ejemplo, a las garantías, a las elevadas comisiones y a la elevada inflación, las personas pueden cuestionar el valor de ahorrar en planes de pensiones respaldados por activos y buscar instrumentos de ahorro alternativos. Por ejemplo, en Alemania, el número de contratos Riester descendió de 16,6 millones en 2017 a menos de 15,0 millones en 2024, y entre el 20 % y el 25 % de los contratos ya no reciben aportaciones (Ministerio Federal de Trabajo y Asuntos Sociales, 2025[57]). Esto se debe a varias deficiencias de los planes Riester, entre las que se incluyen la baja rentabilidad, los elevados costes y la falta de transparencia. En particular, la garantía de capital « » (sin pérdidas) establecida por ley limita la inversión en clases de activos con mayor riesgo y mayor potencial de rentabilidad, lo que a menudo conduce a rentabilidades reales negativas una vez deducidos los costes (Deutsche Bank Research, 2026[58]).[9]

2.2.3. Otras formas de ahorro

Otras formas de ahorro pueden desempeñar un papel en la financiación de la jubilación, reduciendo la necesidad de aportaciones voluntarias. De hecho, el hecho de no aportar lo suficiente a los planes de pensiones basados en activos puede no suponer un problema si las personas pueden recurrir a otras fuentes para financiar su jubilación. Sin embargo, otras formas de ahorro no son sustitutos perfectos del ahorro para la jubilación.

La vivienda es el principal activo en las carteras de los hogares. La vivienda habitual representa, de media, el 50 % del total de activos en la OCDE si se analiza la composición de los activos de las carteras de los hogares, excluyendo los planes de pensiones públicos y de empresa (Figura 2.9). Esta proporción oscila entre el 25 % en Alemania y el 72 % en la República Eslovaca. Incluso entre las personas con rentas más bajas, la proporción de propietarios de vivienda es relativamente elevada en muchos países, alcanzando una media del 54 % en la OCDE (OCDE, 2024[59]). Otros activos reales (por ejemplo, la segunda vivienda) y los depósitos también son relativamente importantes en las carteras de los hogares, representando una media del 17 %.

Figura 2.9. Desglose de los activos de las carteras de los hogares



Nota: Los planes de pensiones públicos y de empresa no se incluyen en los activos financieros.
Fuente: OCDE (2021[60]), «Measuring the Role of Housing in the Distribution of Wealth» en *Brick by Brick: Building Better Housing Policies*, https://doi.org/10.1787/b453b043-en.

Dado que la propiedad de la vivienda está muy extendida en muchos países, los productos de liberación del valor acumulado de la vivienda podrían constituir una valiosa fuente adicional para financiar las necesidades de muchos jubilados durante la jubilación. Sin embargo, estos productos no son adecuados para todas las situaciones (OCDE, 2024[61]). Son más adecuados para las personas de edad avanzada que tienen previsto permanecer en sus viviendas el resto de sus vidas y para aquellas que no dan prioridad a dejar un legado a sus herederos. Además, el uso de estos productos sigue siendo muy limitado debido a la falta de conocimiento, la falta de confianza en los proveedores financieros, la aversión a la deuda y el apego emocional a la vivienda. La oferta de productos de liberación del valor acumulado de la vivienda también es limitada, ya que los requisitos de financiación y de capital constituyen una importante barrera de entrada, y es posible que los proveedores no siempre puedan mitigar eficazmente su propia exposición al riesgo.

Incluso tras tener en cuenta el valor neto de la vivienda, algunas personas pueden seguir teniendo un déficit de aportación. En el Reino Unido, el 34 % de la población en edad de trabajar podría no alcanzar su tasa de sustitución objetivo (tal y como la definió la Comisión de Pensiones de 2004) al sumar sus ingresos previstos procedentes de pensiones públicas, pensiones privadas, activos financieros y el valor neto de la vivienda (Pensions Policy Institute, 2025[62]). En los Países Bajos, los trabajadores por cuenta ajena que carecen de una pensión de empresa no compensan esta carencia acumulando más activos de otro tipo (incluido el valor neto de la vivienda, el capital empresarial y los activos financieros). En 2020, la mediana de los activos totales netos ascendía a 132 802 euros para los trabajadores por cuenta ajena con una pensión de empresa y a 90 445 euros para los que carecían de ella. Sin embargo, los autónomos sin pensión de empresa habi e acumulado más activos totales, con un valor mediano de 196 622 euros, siendo el valor neto de la vivienda un factor importante (Biesenbeek, Heerma van Voss y Mastrogiacomo, 2020[63]).

2.3. Políticas para orientar a las personas hacia niveles de aportación que les permitan alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación

Existe una serie de políticas que podrían garantizar que los particulares contribuyan a planes de pensiones respaldados por activos en consonancia con su objetivo de ingresos para la jubilación.[10] Las diferentes políticas pueden agruparse en seis categorías (Figura 2.10).

Figura 2.10. Resumen de las diferentes políticas para aumentar las aportaciones



2.3.1. *Aumento de las aportaciones obligatorias*

El aumento de las aportaciones obligatorias puede incrementar las posibilidades de que las personas alcancen su objetivo de ingresos para la jubilación. Sin embargo, esto puede tener implicaciones negativas. El aumento de las aportaciones obligatorias por parte de los empleadores puede afectar a los mercados laborales, mientras que el aumento de las aportaciones obligatorias por parte de los empleados puede afectar a las finanzas de los hogares y al consumo. El impacto en el ahorro total puede ser incierto, ya que las personas podrían reducir su ahorro voluntario para compensar el aumento de las aportaciones obligatorias.

Aumentar las cotizaciones obligatorias a las pensiones o introducir nuevas cotizaciones obligatorias puede ser la forma más eficaz de aumentar las prestaciones de jubilación y alcanzar el objetivo de ingresos para la jubilación de las personas. Esto puede ser especialmente cierto cuando las barreras al ahorro voluntario son difíciles de superar. Por ejemplo, Noruega introdujo planes de pensiones de empleo obligatorios para los trabajadores del sector privado con una tasa mínima de contribución del empleador del 2 %, ya que los sindicatos y los representantes de los empleadores no lograron alcanzar un acuerdo sobre los regímenes de pensiones de empleo negociados colectivamente (Trampusch, 2013[64]; Pedersen et al., 2018[65]). En general, los aumentos de las cotizaciones obligatorias suelen ser graduales para permitir que los empleadores y los empleados se adapten al cambio. Este es actualmente el caso de Chile y México, por ejemplo.

El aumento de las cotizaciones obligatorias a los planes de pensiones puede tener repercusiones negativas en los mercados laborales, en particular en el empleo, los salarios y la formalidad. Las cotizaciones obligatorias a los planes de pensiones pagadas por los empleadores aumentan los costes laborales, lo que puede reducir la demanda de mano de obra. Por ejemplo, en Finlandia, el aumento de los impuestos sobre las nóminas (cotizaciones a la seguridad social y a la sanidad) redujo el empleo, siendo los trabajadores más afectados aquellos con niveles de formación más bajos y los que realizaban tareas rutinarias y manuales (Benzarti y Harju, 2021[66]). Además, los empleadores pueden trasladar el coste de las cotizaciones obligatorias a las pensiones a la remuneración de los empleados. Las cotizaciones obligatorias a las pensiones pueden tener un impacto mayor en los salarios en mercados laborales más flexibles y competitivos (Kim, Kim y Koh, 2022[67]). El grado en que un aumento de las cotizaciones patronales se traslada a los trabajadores a través de un menor crecimiento salarial varía, de hecho, de un país a otro, desde el 30 % en los Países Bajos (Bosch et al., 2022[68]), hasta el 50 % en el Reino Unido (Scarfe, Schaefer y Sulka, 2024[69]), del 70 % al 100 % en Australia (Breunig y Sobeck, 2020[70]; Coates, Cowgill y Mackey, 2020[71]) y del 100 % en Francia (Bozio et al., 2025[72]). Además, las cotizaciones obligatorias a los planes de pensiones pueden reducir la formalidad laboral, ya que

imponen una restricción de liquidez a los trabajadores con bajos ingresos al reducir el salario neto. Basándose en modelos y utilizando datos de Chile, Colombia y Perú, varios estudios muestran que las cotizaciones obligatorias a los planes de pensiones influyen en la decisión de los trabajadores de aceptar empleos formales o informales (Pardo, 2023[73]; Moreno, 2025[74]; Joubert, 2015[75]).

El aumento de las cotizaciones obligatorias a los fondos de pensiones también puede tener repercusiones negativas en las finanzas de los hogares. Unas cotizaciones obligatorias más elevadas pueden reducir el consumo de los hogares, lo que podría suponer graves restricciones para las personas con rentas más bajas. En Israel, la introducción en 2008 de las cotizaciones obligatorias a los fondos de pensiones provocó una reducción del consumo, debida principalmente a una disminución de los salarios netos (Frish, 2025[76]). De manera similar, en Dinamarca, las personas sujetas a mayores aumentos en las cotizaciones a los fondos de pensiones presentan un menor crecimiento del consumo durante sus años de vida laboral (Larsen et al., 2025[77]). Un aumento de las cotizaciones obligatorias a los fondos de pensiones también puede dar lugar a mayores niveles de endeudamiento de los hogares. Los trabajadores pueden contraer una mayor deuda, ya sea porque se sienten más seguros de su capacidad para reembolsar un préstamo debido a los ingresos más elevados que esperan percibir durante la jubilación (Andersen, Hansen y Kuchler, 2022[78]), o porque necesitan pedir un préstamo para financiar parcialmente el aumento de las cotizaciones (Beshears et al., 2025[79]; Choukhmane y Palmer, 2025[80]). Sin embargo, el aumento de las cotizaciones obligatorias a las pensiones no incrementa la deuda de los hogares en todos los países (Sigurdardóttir, 2023[81]; Beshears et al., 2021[82]).

El impacto de un aumento de las aportaciones obligatorias en el ahorro total depende de hasta qué punto los individuos reducen su ahorro voluntario, y esto varía de un país a otro. En Islandia, el aumento de la tasa de cotización obligatoria a los fondos de pensiones de empleo entre 2016 y 2018 provocó un incremento general del ahorro de los hogares, ya que los trabajadores del sector privado no redujeron de forma significativa su ahorro voluntario, posiblemente debido a un desconocimiento de la reforma (Jensen et al., 2025[83]). En Estados Unidos, los empleados de una universidad pública contratados tras un aumento de 5 p.p. en las cotizaciones obligatorias a las pensiones solo presentaban tasas de cotización voluntaria a planes de contribución definida (DC) que, de media, eran 1,5 p.p. inferiores a las de los empleados contratados antes del cambio, lo que demuestra que la mayoría de las personas no se veían afectadas por el nivel de las cotizaciones obligatorias (Friedberg, Leive y Cai, 2024[84]). En Australia, los aumentos de las aportaciones de los empleadores a los fondos de jubilación obligatorios reducen el ahorro privado voluntario, pero el efecto de sustitución es inferior a la unidad, lo que da lugar a un aumento de la riqueza de los hogares (Ruthbah y Pham, 2020[85]). En Suiza, los trabajadores sujetos a la participación obligatoria en los fondos de pensiones de empleo tienden a reducir su patrimonio privado no destinado a la jubilación, salvo los trabajadores con rentas más bajas que sufren restricciones de liquidez, ya que tienen menos capacidad para reducir sus ahorros privados con el fin de compensar las contribuciones obligatorias a l (Burgherr, 2025[86]). En Dinamarca, el aumento de las contribuciones obligatorias a las pensiones se asocia con una reducción de los ahorros fuera del sistema de pensiones (Larsen et al., 2025[77]).

2.3.2. Fomentar que los empleadores realicen aportaciones voluntarias en nombre de sus empleados

Los empleadores ocupan una posición privilegiada a la hora de apoyar el ahorro para la jubilación de sus empleados. Al vincular la participación en los planes de pensiones de empleo a los contratos de trabajo, permitir las deducciones de nómina y realizar aportaciones en nombre de sus trabajadores, los empleadores pueden facilitar que el personal se prepare para la jubilación (OCDE, 2022[49]). Sin embargo, el coste puede suponer un obstáculo para las aportaciones voluntarias de los empleadores.

En muchos países de la OCDE, las aportaciones de los empleadores gozan de un trato favorable en lo que respecta a las cotizaciones sociales. Las cotizaciones sociales suelen recaudarse sobre los ingresos brutos para financiar prestaciones sociales como la asistencia sanitaria, el desempleo y las pensiones. Eximir las aportaciones de los empleadores a los planes de pensiones del pago de cotizaciones sociales o someterlas a tipos reducidos hace que a los empleadores les resulte más rentable contribuir a los planes de pensiones que pagar cantidades equivalentes en forma de salario. Entre los ejemplos se incluyen Australia, Austria, Bélgica, Irlanda, Italia, Polonia, Eslovenia y el Reino Unido, donde las aportaciones de los empleadores a los planes de pensiones no se tienen en cuenta a la hora de calcular las cotizaciones sociales o se benefician de tipos preferenciales (OCDE, 2024[53]).

Otra forma de reducir los costes y fomentar las aportaciones voluntarias de los empleadores es ofrecerles incentivos fiscales. Las aportaciones de los empleadores a planes de pensiones respaldados por activos se consideran siempre gastos empresariales deducibles a efectos del impuesto sobre sociedades. Algunos países ofrecen desgravaciones fiscales adicionales. En Alemania, los empleadores que aporten al menos 240 euros al año a un plan de pensiones de empleo en nombre de un empleado que gane menos de 2 575 euros al mes obtienen una deducción fiscal del 30 % de la aportación,

hasta un máximo de 960 euros. En España, los empleadores pueden deducir del impuesto sobre sociedades el 10 % de sus aportaciones a un plan de pensiones de empresa en favor de empleados con una remuneración bruta anual inferior a 27 000 euros (OCDE, 2024[53]).[11]

La normativa también puede garantizar que los empleadores realicen aportaciones voluntarias suficientes en nombre de todas las categorías de empleados, en particular de aquellos con rentas más bajas. En Estados Unidos, las normas contra la discriminación en los planes 401(k) tradicionales garantizan que las aportaciones realizadas por y en nombre de los empleados con rentas más bajas sean proporcionales a las de los empleados con rentas más altas. Si no fuera así, el empleador debe adoptar medidas correctoras, como realizar una distribución sujeta a impuestos del exceso de aportaciones a los trabajadores con ingresos más elevados o realizar aportaciones en nombre de todos los trabajadores con ingresos más bajos. Una forma de cumplir el criterio de no discriminación es implantar la inscripción automática y el aumento automático de las aportaciones para garantizar altas tasas de participación y aportaciones suficientes entre los trabajadores con ingresos más bajos. Otra forma es adoptar un plan de «puerto seguro» que ofrezca a todos los empleados con salarios más bajos una aportación del empleador equivalente al menos al 3 % del salario u ofrezca una aportación de contrapartida del empleador utilizando una fórmula aprobada (OCDE, 2022[49]).

2.3.3. Incentivar a las personas

Un «empujón» es una intervención que adapta el entorno de decisión de las personas para influir en su comportamiento y en su toma de decisiones. Thaler y Sunstein (2008[87]) definen un «empujón» como «cualquier aspecto de la arquitectura de elección que altere el comportamiento de las personas de forma predecible sin prohibir ninguna opción ni modificar significativamente sus incentivos económicos». En el contexto de las aportaciones a los planes de pensiones, los «nudges» incluyen ar tasas de aportación por defecto, aumentos automáticos de las aportaciones, mensajes orientados a la acción, procesos simplificados y el aumento de la edad de jubilación.

Tasas de cotización por defecto

Elegir una tasa de cotización por defecto dista mucho de ser sencillo. Una tasa de cotización por defecto es una tasa preseleccionada que se aplica a todos los afiliados al plan que no eligen una tasa. Puede aumentar la participación al simplificar la toma de decisiones (OCDE, 2018[39]). Sin embargo, las personas suelen tener tasas de cotización óptimas diferentes en función de sus características personales, como los ingresos, la edad, el género y la antigüedad laboral (Choi et al., 2003[88]). Cuando la heterogeneidad es elevada, cualquier tasa por defecto única podría resultar inadecuada para muchos trabajadores. Además, es importante considerar cuidadosamente el nivel de la tasa de cotización por defecto, ya que las personas pueden mantenerla durante varios años (Beshears et al., 2023[89]), ya sea porque la perciben como la recomendación implícita del promotor del plan o del Gobierno (McKenzie, Liersch y Finkelstein, 2006[90]), o bien por inercia. Las personas con ingresos más bajos pueden ser menos propensas a apartarse de la opción por defecto, en parte porque se enfrentan a mayores obstáculos para la toma de decisiones activa debido a sus menores niveles de alfabetización financiera (Burke, Hung y Luoto, 2017[91]; Beshears et al., 2023[89]).

Las bajas tasas de aportación por defecto pueden reducir las tasas de aportación efectivas. Las tasas de aportación por defecto suelen ser bajas, normalmente inferiores al 5 %, para evitar que demasiadas personas ahorren en exceso y para limitar las tasas de baja en el contexto de la inscripción automática. Sin embargo, los datos sugieren que algunas personas elegirían una tasa de aportación más alta si no existiera una opción por defecto (Nest Insight, 2025[92]; Carroll et al., 2009[93]). El efecto positivo medio de la inscripción automática sobre las aportaciones en los planes 401(k) de Estados Unidos prácticamente desaparece tras tres años de permanencia, ya que los trabajadores inscritos automáticamente se mantienen en la tasa de aportación por defecto, mientras que aquellos que se inscriben voluntariamente aumentan su tasa de aportación con el tiempo (Choukhmane, 2025[94]). En el Reino Unido, la tasa media total de aportación a los planes de pensiones de contribución definida entre los empleados del sector privado participantes es ahora más baja (8 % del salario total) que antes de la implantación de la inscripción automática en 2012 (9 % del salario total), ya que la inscripción automática atrae a nuevos ahorradores que aportan los niveles mínimos por defecto (Departamento de Trabajo y Pensiones, 2025[35]).

Establecer tasas de cotización por defecto más elevadas podría aumentar las tasas de cotización sin reducir significativamente las tasas de participación, aunque es posible que las personas se inclinen más a apartarse de la opción por defecto. Cuando las personas

Dado que las preferencias son heterogéneas, puede ser preferible seleccionar una tasa de aportación por defecto ligeramente superior a la óptima, en lugar de inferior, ya que ello tendería a aumentar los ahorros para la jubilación; además, debido a la aversión a la pérdida, puede resultar más fácil para las personas reducir su tasa de aportación partiendo de un valor por defecto elevado que aumentarla partiendo de uno bajo (Choi et al., 2003[88]). En Estados Unidos, fijar las tasas de cotización por defecto entre el 7 % y el 11 % da lugar a un aumento de las tasas de cotización medias de entre 20 y 50 puntos básicos del salario en comparación con una tasa por defecto del 6 %, y solo la tasa por defecto del 11 % conlleva un aumento de 3,7 puntos porcentuales en la probabilidad de no participar en el plan (Beshears et al., 2017[95]). En Italia, el número de trabajadores autónomos que cotizaban más del mínimo a su fondo de pensiones obligatorio se multiplicó por 2,7 entre 2016 y 2017 como resultado del aumento de la tasa de cotización por defecto del 10 % (el mínimo) al 20 % y de la explicación de las consecuencias de las decisiones en materia de pensiones en términos de ingresos futuros por pensiones y ahorro fiscal (Rubaltelli y Lotto, 2021[96]). Además, las tasas de cotización por defecto más elevadas pueden resultar menos persistentes que las más bajas, como ha quedado demostrado en el Reino Unido, donde solo el 25 % de los empleados que participaban en un plan de contribución definida con una tasa de cotización por defecto del 12 % seguían cotizando a esa tasa tras 12 meses de permanencia en el plan (Beshears et al., 2023[89]).

Aumentos automáticos de las aportaciones

Aumentar automáticamente las aportaciones hasta un nivel preestablecido, como alternativa a unas tasas predeterminadas más elevadas, podría ayudar a las personas a aportar más. En Nueva Zelanda, ofrecer a los afiliados a KiwiSaver la posibilidad de adherirse a un plan con aumentos automáticos de las aportaciones podría dar lugar a una diferencia entre la tasa de aportación inicial y la máxima de 2,8 puntos porcentuales de media, sin reducir la tasa de aportación inicial (Hobbs y Feld, 2021[97]).[12]

Los aumentos de las aportaciones podrían vincularse a los aumentos salariales. Esto reduciría la sensación de pérdida que supone un salario neto más bajo y mitigaría el problema de la asequibilidad de las aportaciones más elevadas para las personas con bajos ingresos. En Estados Unidos, pedir a los empleados que se comprometieran a aumentar su tasa de cotización cada vez que recibieran un aumento salarial, hasta un máximo preestablecido, llevó a los participantes en el programa Save More Tomorrow™ («SMarT») a casi cuadruplicar sus tasas de cotización a lo largo de 40 meses, pasando de un 3,5 % a un 13,6 % de media (Thaler y Benartzi, 2004[98]). En España, los empleados de una gran entidad financiera que acababan de experimentar un aumento de al menos el 1 % en sus salarios participaron automáticamente en un programa en el que el 50 % del aumento salarial se destinaba como aportación por defecto al plan de pensiones de la empresa y dicha aportación aumentaba automáticamente un 10 % cada año a partir de entonces. Las aportaciones anuales aumentaron un 19 % y un 31 % al cabo de un año para los empleados inscritos en el programa en 2016 y 2017, respectivamente (García y Vila, 2020[99]).

La aceptación de los aumentos automáticos de las aportaciones varía y puede disminuir con el tiempo. En Estados Unidos, entre las personas que en 2015 adquirieron por primera vez el derecho a participar en un plan gestionado por Vanguard con inscripción automática y aumentos anuales automáticos de las aportaciones, el 54 % seguía en el programa de aumento de las aportaciones y el 27 % había alcanzado su tasa máxima preestablecida en 2020 (Proctor y Young, 2021[100]). En España, solo el 22 % de los empleados de una gran entidad financiera inscritos automáticamente en un aumento automático de las aportaciones voluntarias a planes de pensiones se retiró del programa durante el año siguiente (García y Vila, 2020[99]). Sin embargo, es posible que la aceptación del aumento automático por defecto de las aportaciones no se mantenga tan alta en los años siguientes. Entre 21 empresas estadounidenses que implementaron aumentos automáticos, el 43 % de los empleados seguía en el programa en el momento del primer aumento, porcentaje que se redujo al 29 % en el tercer aumento, ya que otros participantes en el plan no aceptaron los aumentos automáticos (Choi et al., 2024[101]).

Además, es posible que los aumentos automáticos de las aportaciones no funcionen para los trabajadores que cambian de empleo con frecuencia. Es posible que los trabajadores que cambian de empresa no puedan seguir el calendario inicial de aumento de las aportaciones. De hecho, puede que la nueva empresa no ofrezca un plan de pensiones, que no exista un programa de aumentos automáticos de las aportaciones en el nuevo plan, o que el trabajador comience un nuevo calendario de aumento de las aportaciones partiendo de una tasa de aportación inicial baja en el nuevo plan (OCDE, 2022[49]). Es posible que los trabajadores con movilidad laboral nunca alcancen la tasa de cotización máxima y, por lo tanto, ahorren de forma insuficiente para la jubilación durante la mayor parte de su carrera profesional.

Mensajes orientados a la acción

El envío de mensajes sencillos que animen a los afiliados a los planes de pensiones a aumentar sus aportaciones puede fomentar un mayor nivel de aportaciones. En Estados Unidos, los empleados de la administración estatal de entre 50 y 69 años que participaban en un plan de pensiones de contribución definida y que recibieron por correo electrónico un folleto con información general sobre los planes de pensiones de contribución definida y las aportaciones de recuperación aumentaron sus aportaciones en 1 p.p. más que aquellos que no recibieron el folleto un mes después de la intervención, y en 2,2 p.p. más al cabo de nueve meses (Clark et al., 2018[102]).[13] Del mismo modo, alrededor del 15 % de los empleados que participaban en el plan de pensiones de una empresa estadounidense, pero que aportaban menos del 6 % de sus ingresos, aumentaron su tasa de aportación tras recibir por correo un formulario que les permitía simplemente marcar una casilla para elevar su tasa de aportación total al 6 % (Beshears et al., 2013[103]; Choi et al., 2017[104]). En comparación, solo alrededor del 1 % de los que aportaban poco aumentaron su tasa de contribución al 6 % cuando no recibieron un formulario similar. Además, destacar en un correo electrónico un aumento potencial mayor de las tasas de contribución, en lugar de uno menor, puede animar a las personas a optar por tasas de contribución más altas (Choi et al., 2017[104]).

Al ofrecer la opción de aumentar las aportaciones en el futuro, los mensajes deben asociar la fecha futura con un nuevo comienzo. Comprometerse a aumentar las aportaciones en una fecha futura puede ayudar a superar el sesgo del presente. Sin embargo, ofrecer a las personas la oportunidad de retrasar el ahorro durante varios meses conlleva el riesgo de reducir las aportaciones, ya que pueden interpretar la intervención como una señal de que ahorrar para la jubilación no es una prioridad urgente (Beshears et al., 2016[105]; Reiff et al., 2023[106]). Expresar la fecha futura como un nuevo comienzo, como el próximo cumpleaños de la persona o el primer día de primavera, puede contrarrestar este efecto negativo (Beshears et al., 2021[107]; Beshears et al., 2016[105]). Esto puede deberse a que los momentos de «nuevo comienzo» son más destacados que las fechas ordinarias y pueden hacer que las personas se muestren más optimistas respecto a su capacidad para alcanzar sus objetivos (Beshears et al., 2021[107]).

La eficacia de los mensajes que incluyen información sobre las aportaciones de los pares puede depender de hasta qué punto las personas perciben que el objetivo es alcanzable. Se espera que compartir información sobre los pares influya en el comportamiento hacia la media del grupo de pares, ya que muestra que un determinado comportamiento es relativamente común y puede animar a algunas personas a hacer lo mismo. En Noruega, las personas que recibieron un mensaje en el portal en línea de su entidad gestora de pensiones en el que se describía cuánto ahorran al mes otras personas de su mismo grupo de edad aumentaron sus aportaciones a su plan de pensiones personal al mes siguiente (Døskeland et al., 2025[108]). De manera similar, los miembros del Ejército de los Estados Unidos que recibieron un correo electrónico animándoles a participar en el Plan de Ahorro (Thrift Savings Plan) y en el que se destacaba la tasa de aportación con la que algunos compañeros de trabajo comenzaban a contribuir, eran más propensos a aportar exactamente a la tasa destacada (Goldin et al., 2020[109]). Sin embargo, la información de los compañeros puede no afectar significativamente a las aportaciones a la pensión cuando el objetivo se percibe como un reto. Los empleados de una gran empresa manufacturera estadounidense que tenían tasas de aportación bajas y recibieron información sobre la proporción de compañeros del mismo grupo de edad que aportaban al menos el 6 % de su salario al plan de pensiones de la empresa no se mostraron más propensos a aumentar su tasa de aportación al 6 % que aquellos que no recibieron información sobre sus compañeros (Beshears et al., 2015[110]). Esto puede deberse a que quienes contribuyen poco pueden percibir el objetivo de una tasa de cotización del 6 % como difícil de alcanzar.

Pedir a las personas que elaboren un plan de ahorro para la jubilación y enviarles recordatorios en consonancia con este compromiso puede aumentar los ahorros para la jubilación. Los recordatorios pueden aumentar los ahorros para la jubilación al ayudar a las personas a tener siempre presentes sus objetivos de ahorro. Pueden resultar especialmente útiles cuando las personas pueden decidir con flexibilidad con qué frecuencia y cuánto ahorrar en sus planes de pensiones. En Colombia, el envío de recordatorios mensuales personalizados en función de un plan de ahorro elaborado por los participantes en el programa de *Beneficios Económicos Periódicos* (BEPS) aumenta el número de ingresos sin reducir el importe medio ingresado, en comparación con los participantes que no elaboraron un plan de ahorro y con aquellos que, aunque lo hicieron, no recibieron recordatorios personalizados (Gars et al., 2025[111]). Además, los recordatorios con un objetivo de ahorro dan mejores resultados cuando se plantean como un objetivo mensual en lugar de como un objetivo anual, ya que las pequeñas cantidades reducen la sensación de pérdida y aumentan la sensación de asequibilidad (Azuara Herrera et al., 2021[112]).

Procesos de aportación simplificados

Ampliar los mecanismos a través de los cuales las personas pueden realizar aportaciones puede eliminar algunas de las barreras al ahorro voluntario. En México, existen ocho formas diferentes de realizar aportaciones voluntarias, entre ellas a través de tiendas de conveniencia (por ejemplo, tiendas 7-Eleven, farmacias), aplicaciones móviles, sitios web de los proveedores y empresas, con el fin de facilitar las aportaciones tanto de los trabajadores del sector formal como del informal, tanto en zonas urbanas como rurales. Las plataformas digitales captan la mayor parte del flujo de aportaciones voluntarias (OCDE, 2020[113]). La posibilidad de realizar aportaciones voluntarias en las tiendas 7-Eleven aumentó el número de trabajadores que realizaron al menos una aportación en un 9 % y el número de aportaciones voluntarias en un 6 % tras 43 meses en los municipios con tiendas 7-Eleven, en comparación con aquellos que carecían de ellas (Bosch y Rubli, 2021[114]). En Suiza, la introducción de una aplicación digital para la gestión de pensiones aumentó la probabilidad de realizar aportaciones voluntarias adicionales a los fondos de pensiones de empleo obligatorios en 1,8 puntos porcentuales, desde un 2,8 % inicial antes de la introducción de la aplicación. La simplificación del proceso de realización de aportaciones voluntarias a través de la aplicación fue el factor principal (Daminato, Filippini y Haufler, 2024[115]).

Los mecanismos de ahorro automático también pueden simplificar los procesos de cotización al proporcionar tranquilidad a las personas una vez que se ha configurado el mecanismo. Dichos mecanismos pueden aprovechar el efecto de inercia para los trabajadores autónomos y del sector informal, del mismo modo que lo hacen las retenciones en nómina para los asalariados. En la India, los trabajadores del sector informal que participan en el plan PM-SYM cotizan mediante un débito automático de una cuenta de ahorro. El nivel de cotización es fijo durante toda la fase de acumulación, el Gobierno aporta una cantidad equivalente y se establece en un importe más elevado cuanto mayor es la edad a la que la persona se incorpora al plan. Los ahorros para la jubilación también pueden vincularse automáticamente al consumo. En México, la aplicación «Miles for Retirement» permite a los usuarios ahorrar automáticamente un porcentaje de su gasto al utilizar su tarjeta de crédito o débito, y recibir promociones de tiendas y marcas en forma de aportaciones a su cuenta de jubilación. Esto implica que incluso las personas que no pueden permitirse aportar por su cuenta pueden recibir aportaciones (Vižintin y Peksevim, 2021[116]).

Aumento de la edad de jubilación

El aumento de la edad legal de jubilación podría empujar a las personas a posponer su jubilación y a aumentar el importe de las aportaciones a la pensión. Posponer la jubilación podría tener dos efectos opuestos sobre el ahorro voluntario. En primer lugar, en la medida en que los trabajadores trabajen más tiempo, pueden seguir ahorrando para la jubilación, acumulando así más activos y derechos de pensión de lo que lo harían de otro modo, es decir, el efecto renta. En segundo lugar, algunos trabajadores podrían anticipar una vida laboral más larga y reducir sus aportaciones voluntarias para mantener constante el importe total de las mismas, es decir, el efecto de sustitución. En Dinamarca, las personas nacidas después de 1953, cuya edad de acceso a la pensión se incrementó en seis meses en 2011, realizaron mayores aportaciones a los planes de pensiones de empresa y personales que aquellas no afectadas por la reforma (García-Miralles y Leganza, 2024[117]). Esto se debe principalmente a que las personas pospusieron la jubilación prolongando su vida laboral y continuaron cotizando como antes. En Japón, una reforma que retrasó la edad de acceso de los hombres a las prestaciones de la pensión pública también aumentó el ahorro, aunque esto no se asoció con un mayor número de afiliados a planes de pensiones privados (Nakazawa, 2022[118]). Por el contrario, en Alemania, las mujeres redujeron su tasa de ahorro tras el aumento de la edad de jubilación anticipada en 1999, ya que preveían que su vida laboral más prolongada aumentaría sus ingresos totales a lo largo de la vida (Etgeton, Fischer y Ye, 2023[119]).

2.3.4. Oferta de incentivos financieros a los particulares

Los incentivos financieros son recompensas monetarias que se ofrecen para fomentar un determinado comportamiento que, de otro modo, quizá no se produciría. Existen dos tipos de incentivos financieros que fomentan las aportaciones a los planes de pensiones. Los incentivos fiscales son incentivos financieros indirectos proporcionados por el Gobierno a través del sistema tributario. Se derivan de un tratamiento fiscal diferenciado que se aplica a los ahorros para la jubilación en comparación con otras formas de ahorro (OCDE, 2025[52]). Los incentivos financieros no fiscales son aportaciones que el Gobierno y/o los empleadores ingresan directamente en la cuenta de pensiones de las personas contribuyentes que cumplen los requisitos. Pueden adoptar la forma de

aportaciones complementarias o subvenciones nominales fijas. Los incentivos financieros proporcionados por el Gobierno resultan más asequibles cuando generan nuevos ahorros, pero pueden seguir siendo un mecanismo valioso para reorientar los ahorros es hacia el largo plazo y garantizar que las personas dispongan de recursos suficientes para financiar su jubilación (OCDE, 2018[120]).

Incentivos fiscales

La posibilidad de deducir las aportaciones a planes de pensiones de la base imponible anima a las personas a aportar. La mayoría de los países de la OCDE ofrecen incentivos fiscales para el ahorro para la jubilación. El tratamiento fiscal más habitual para el ahorro para la jubilación es aquel en el que las aportaciones son deducibles de la base imponible, los rendimientos de las inversiones no están sujetos a impuestos y las prestaciones de jubilación sí lo están (OCDE, 2024[53]). Estudios realizados en diversos países muestran que la deducibilidad fiscal de las aportaciones resulta eficaz para aumentar las aportaciones a los planes de pensiones financiados con activos (OCDE, 2018[120]). Las personas con rentas más elevadas son las que más responden a estos incentivos fiscales, que benefician en mayor medida a quienes tienen tipos impositivos marginales más altos. Por ejemplo, un estudio reciente realizado en Francia muestra que las aportaciones voluntarias de los trabajadores a los planes de pensiones de empresa aumentaron en las empresas que introdujeron una opción deducible fiscalmente (Brière, Poterba y Szafarz, 2025[121]). Este aumento no se vio compensado por una disminución de las aportaciones a otros planes de ahorro de empresa. Además, los trabajadores de más edad y aquellos con saldos de ahorro para la jubilación más elevados y mayores ingresos eran más propensos a aprovechar la nueva opción deducible fiscalmente.

Los incentivos fiscales también pueden permitir a las personas realizar mayores aportaciones en algunos años para compensar los períodos en los que las aportaciones fueron menores. Las aportaciones que dan derecho a desgravaciones fiscales suelen estar sujetas a límites máximos anuales. Algunos países, como Australia, Canadá, Italia, Suiza y el Reino Unido, permiten a determinadas personas trasladar a años posteriores los límites máximos no utilizados en años anteriores (OCDE, 2024[53]). La posibilidad de realizar aportaciones «de recuperación» o «retroactivas» tiene por objeto ofrecer flexibilidad a quienes se ausentan del trabajo, trabajan a tiempo parcial o tienen ingresos irregulares y, por lo tanto, pasan por períodos en los que no realizan aportaciones, o estas son escasas, a su plan de pensiones. Una forma alternativa de permitir las aportaciones de recuperación consiste en establecer límites máximos más elevados para los trabajadores de más edad (p. ej., Dinamarca, Irlanda, Corea y Estados Unidos), reconociendo que tienen una mayor capacidad de ahorro (OCDE, 2024[53]).

Sin embargo, varios factores pueden impedir que las personas aprovechen al máximo los incentivos fiscales:

- **Inercia**: La mayoría de las personas son ahorradores pasivos que no reaccionan cuando se produce un cambio en el tratamiento fiscal de los planes de pensiones. En Dinamarca, solo el 19 % de las personas afectadas por una reforma que redujo la deducibilidad fiscal de las aportaciones a un tipo concreto de plan de pensiones modificó su comportamiento de ahorro reduciendo o dejando de realizar aportaciones a dichos planes (Chetty et al., 2014[122]).
- **Falta de comprensión de los distintos regímenes fiscales**: La interpretación errónea de la normativa fiscal puede llevar a las personas a no realizar aportaciones diferentes a planes de pensiones con distintos regímenes fiscales, ya que no se dan cuenta del impacto que esto tiene en las prestaciones de jubilación netas (Beshears et al., 2017[123]). Este es el caso, por ejemplo, cuando se ofrece la posibilidad de elegir entre planes con tributación inmediata y planes con tributación diferida,[14] ya que las personas no comprenden que, en el caso de la tributación diferida, necesitan aportaciones más elevadas después de impuestos que en el caso de la tributación inmediata para obtener la misma prestación después de impuestos en la jubilación, siempre que estén sujetas a tipos impositivos constantes a lo largo del tiempo (Blaufus y Milde, 2021[124]).
- **Falta de valor para las personas con bajos ingresos**: los créditos fiscales no reembolsables y las deducciones fiscales no resultan muy valiosos para las personas con una obligación tributaria baja o nula en el impuesto sobre la renta (OCDE, 2018[120]). En muchos países, las personas que ganan por debajo de un umbral determinado no presentan la declaración del impuesto sobre la renta y, por lo tanto, no pueden beneficiarse de los incentivos fiscales. En Estados Unidos, menos del 6 % de los contribuyentes solicitan el «Saver's Credit», un crédito fiscal no reembolsable que se concede por las aportaciones voluntarias a planes de pensiones de empresa y personales.[15] Sin embargo, existen diferencias importantes entre los distintos niveles de renta, ya que las tasas de solicitud aumentan del 0,03 % entre los contribuyentes con una renta bruta ajustada inferior a 10 000 USD hasta el 63 % entre aquellos con una renta bruta ajustada de entre 25 000 y 50 000 USD (Servicio de Investigación del Congreso, 2025[125]).

- **Desconocimiento de los incentivos ofrecidos**: Uno de los factores que explican la escasa utilización del « » (crédito para ahorradores) en Estados Unidos es el desconocimiento del programa, que en 2025 seguía siendo inferior al 50 % entre los trabajadores de una empresa encuestada (Instituto Transamerica, 2026[126]).

Incentivos financieros no fiscales

Las aportaciones complementarias son el tipo más común de incentivos financieros no fiscales en la OCDE y pueden adoptar diferentes formas (OCDE, 2024[53]). Una aportación complementaria del empleador o del Estado puede expresarse como un porcentaje de la aportación propia del individuo o como un porcentaje de su salario. Cuando se expresa como porcentaje de la propia contribución del trabajador, pueden definirse varios tramos, como el 100 % de la contribución del empleado hasta el 3 % del salario y el 50 % de la contribución del empleado sobre el siguiente 2 % del salario. Puede haber un límite máximo en la tasa de contribución del empleado sujeta a la aportación complementaria o en el importe nominal de dicha aportación.

La existencia de una contribución de contrapartida puede fomentar las aportaciones individuales, ya que, de lo contrario, las personas dejarían de aprovechar un dinero gratuito. En Estados Unidos, los trabajadores civiles federales con derecho a una contribución de contrapartida del empleador aportan, de media, 3,5 puntos porcentuales más que aquellos que no tienen derecho a ella (Falk y Karamcheva, 2022[127]). En Australia, el derecho a la aportación complementaria del Gobierno, conocida como «programa de co-contribución», aumenta la proporción de personas que realizan aportaciones voluntarias después de impuestos a su fondo de jubilación (Chan et al., 2020[128]). Además, la reducción del umbral de ingresos a partir del cual las personas dejan de tener derecho a la aportación complementaria del Gobierno reduce el porcentaje de personas que realizan una aportación voluntaria en 0,9 puntos porcentuales y el importe aportado en un 6,2 % (Universidad Nacional de Australia, 2021[129]).[16] Entre las personas que realizaban aportaciones voluntarias antes de la reforma y que perdieron el derecho a la aportación complementaria del Gobierno tras la reducción del umbral de ingresos, el descenso fue aún mayor, situándose entre el 16 % y el 22 % (Sobeck y Breunig, 2026[130]). No obstante, las personas pueden reasignar sus ahorros entre diferentes tipos de planes voluntarios en función de su derecho a la aportación complementaria del Gobierno (Chan et al., 2020[128]; Universidad Nacional de Australia, 2021[129]).

Una tasa de contrapartida más elevada puede fomentar mayores aportaciones, aunque el impacto puede ser difícil de medir cuando las fórmulas de contrapartida varían en función de distintos parámetros. En Australia, el aumento de la proporción de personas que realizan aportaciones voluntarias después de impuestos es mayor —en 0,6 p.p., 0,9 p.p. y 2,7 p.p. para una tasa de contrapartida del 50 %, 100 % y 150 %, respectivamente (Chan et al., 2020[128]).[17] En Perú, ofrecer una tasa de contrapartida del 100 % a los trabajadores del sector informal aumenta la probabilidad de que contribuyan al menos una vez en 2,3 p.p. en condiciones económicas normales, mientras que una tasa de contrapartida del 50 % no tiene ningún impacto en las contribuciones (Bernal, Galiani y Molina, 2025[131]). Los datos de Estados Unidos son contradictorios, ya que los estudios arrojan resultados opuestos sobre la relación entre las tasas de contrapartida de los empleadores y las cotizaciones de los empleados (Madrian, 2012[132]; Choi, 2015[133]). Esto podría deberse a que las aportaciones complementarias de los empleadores utilizan diferentes combinaciones de tasas de aportación complementaria (es decir, el porcentaje aplicado a la aportación del empleado) y umbrales de aportación complementaria (es decir, la aportación máxima del empleado a la que el empleador aporta una cantidad equivalente). Además, las tasas de aportación de los empleados no varían mucho en función de la fórmula de aportación complementaria en una muestra de planes de contribución definida (DC) gestionados por Vanguard (Greig et al., 2024[134]).

El umbral de aportación complementaria actúa como un punto de referencia que puede llevar a algunas personas a aumentar sus aportaciones y a otras a reducirlas. En Estados Unidos, la proporción de empleados que contribuían con tasas más elevadas aumentó en una empresa que elevó el umbral de contrapartida del 5 % al 7 % del salario para los trabajadores sindicados, y del 6 % al 8 % del salario para los empleados de dirección, sin modificar la tasa de contrapartida (50 %), lo que sugiere que el umbral de contrapartida sirve de punto de referencia para que algunos empleados elijan su tasa de contribución (Choi et al., 2002[135]). Sin embargo, este efecto de anclaje también puede reducir la tasa de aportación de algunos empleados que, de otro modo, podrían aportar más (Huberman, Iyengar y Jiang, 2007[136]). Los datos de Vanguard muestran que la proporción de empleados que aportan más que el umbral de contrapartida aumenta con los ingresos (Greig et al., 2024[134]).[18] En Australia, el programa de cotización conjunta aumenta la proporción de personas que aportan 1 000 AUD o menos, que es la cotización individual máxima a la que el

el Gobierno, pero reduce la proporción de personas que aportan cantidades superiores (Chan et al., 2020[128]). De hecho, muchas personas aportan para maximizar la aportación del Gobierno, mientras que aquellas que habrían realizado aportaciones voluntarias sin el programa ya no necesitan aportar tanto para alcanzar el mismo nivel global de aportación.

Dependiendo de la fórmula, las aportaciones complementarias pueden beneficiar a las personas con mayores ingresos. Cuando las aportaciones complementarias se expresan como un porcentaje de los ingresos de la persona, todos los trabajadores reciben la misma cantidad en proporción a sus ingresos, siempre que contribuyan con una tasa mínima. Sin embargo, las aportaciones complementarias pueden beneficiar a las personas con mayores ingresos cuando se expresan como porcentaje de la aportación del empleado, en particular en las fórmulas de aportación complementaria de un solo nivel, ya que es más probable que las personas con mayores ingresos tengan la capacidad financiera para aportar hasta el umbral de aportación complementaria.[19] Una fórmula de aportación complementaria de varios niveles puede subsanar parcialmente esta característica regresiva, ya que se aplica una tasa de aportación complementaria más elevada al primer tramo de las aportaciones del empleado.[20] Las aportaciones complementarias también pueden ir acompañadas de un límite nominal para restringir la aportación absoluta destinada a las personas con ingresos más elevados (OCDE, 2024[53]). En Estados Unidos, las fórmulas de aportación complementaria con un límite nominal en la aportación del empleador son progresivas, mientras que todas las demás son regresivas (Greig et al., 2024[134]).

Independientemente de la fórmula utilizada, es probable que las personas con rentas más altas respondan mejor a un incentivo de aportación complementaria que las personas con rentas más bajas. En Australia, las personas con rentas más altas son más propensas a aumentar sus aportaciones voluntarias cuando tienen derecho a la aportación complementaria del Gobierno (Chan et al., 2020[128]). Esto podría deberse a que las personas con rentas más bajas tienen limitaciones presupuestarias, lo que les dificulta ahorrar más para la jubilación. Del mismo modo, en Nueva Zelanda, los afiliados a KiwiSaver que no reciben la aportación complementaria del Gobierno o que solo reciben un pago parcial suelen tener ingresos más bajos que aquellos que reciben la aportación completa (Te Ara Ahunga Ora Retirement Commission, 2025[137]). De hecho, la proporción de afiliados que cotizan desciende de alrededor del 90 % entre los afiliados con unos ingresos anuales superiores a 50 000 NZD al 50 % o menos entre aquellos con unos ingresos anuales inferiores a 30 000 NZD.

Las aportaciones complementarias pueden dirigirse específicamente a las personas con ingresos más bajos. En Australia, la aportación complementaria del Gobierno se destina a las personas con unos ingresos totales inferiores a 58 445 AUD que realizan aportaciones voluntarias no deducibles, y el derecho máximo se reduce en 3,333 céntimos por cada dólar que la persona gane por encima de los 43 445 AUD. En Chile, los trabajadores de entre 18 y 35 años con unos ingresos inferiores a 1,5 veces el salario mínimo tienen derecho a una aportación complementaria del Estado por sus primeras 24 aportaciones mensuales, continuas o discontinuas, al sistema de pensiones. En Colombia, el programa BEPS se centra en las personas con bajos ingresos y aporta una cantidad equivalente al 20 % de sus aportaciones voluntarias en el momento de la jubilación.

Las ayudas nominales fijas suponen un mayor incentivo para las personas con rentas más bajas sin necesidad de que estén dirigidas a un colectivo específico. Los gobiernos de varios países de la OCDE conceden ayudas nominales fijas para animar a las personas a realizar aportaciones voluntarias (p. ej., Alemania, Lituania, Polonia) (OCDE, 2024[53]). El importe fijo tiene un mayor valor económico para las personas con rentas más bajas, ya que representa una proporción mayor de sus ingresos. Los subsidios nominales fijos pueden dirigirse específicamente a las mujeres para compensar los períodos de inactividad laboral por dar a luz y criar a los hijos (p. ej., Chile, Estonia, Lituania) (OCDE, 2024[53]). Sin embargo, las personas con rentas más bajas pueden reasignar sus ahorros cuando se ofrecen subsidios a partir de una aportación baja, tal y como en Alemania (Corneo, Keese y Schröder, 2008[138]; Kolerus, Koske y Hüfner, 2012[139]; Pfarr y Schneider, 2012[140]).

2.3.5. Informar a las personas

Proporcionar información sobre el diseño de los planes de pensiones, las prestaciones previstas, los ingresos que las personas pueden necesitar durante la jubilación y cómo realizar aportaciones voluntarias puede mejorar la comprensión de los particulares sobre el proceso de aportación y sobre cómo las aportaciones a los planes de pensiones se traducen en ingresos durante la jubilación. Esto podría hacerles darse cuenta de que necesitan aportar más y animarles a aumentar sus aportaciones o a pedir a los sindicatos que negocien las aportaciones a los planes de pensiones como parte de los paquetes retributivos. Los proveedores de pensiones, los promotores de los planes,

asesores y autoridades en materia de pensiones pueden facilitar información a través de folletos, extractos de prestaciones de pensión, paneles de control de pensiones, asesoramiento financiero o seminarios de educación financiera.

La comunicación sobre las aportaciones a los planes de pensiones debe ser positiva, creíble, clara y personalizada para captar el interés de los afiliados. Los mensajes formulados de manera positiva tienen más probabilidades de captar el interés de las personas que aquellos con un enfoque negativo o centrado en las pérdidas (Nest Insight, 2020[141]). Las expectativas creíbles también son importantes, ya que decir a las personas que podrían alcanzar una jubilación «cómoda» tiene más probabilidades de motivarlas a revisar su tasa de aportación que decirles que podrían alcanzar una jubilación «de ensueño». También debe evitarse la jerga técnica, ya que términos como «inversión» y «fondo de pensiones» se comprenden mejor que «clases de activos» y «capital», respectivamente. Además, hablar de los futuros ingresos de jubilación en lugar del futuro saldo de la cuenta de pensiones tiene más probabilidades de animar a las personas a aumentar sus aportaciones. Por último, los mensajes deben ser personales, adoptando la perspectiva del individuo («tú» o «tu») en lugar de la de los empleados o los afiliados.

Los paneles de control de pensiones, así como los folletos simplificados y los extractos de prestaciones de pensión, pueden facilitar el procesamiento de la información, pero no aumentan necesariamente las aportaciones.[21] En los Países Bajos, consultar un panel de control de pensiones aumenta los conocimientos sobre pensiones entre los participantes en los planes de pensiones, pero no influye en la disposición a ahorrar más, incluso si existe la necesidad de hacerlo (Kramer, Lensink y Plantinga, 2024[142]). En Estados Unidos, recibir una descripción más breve de un plan de pensiones de empresa hace que la información sea más accesible y fácil de procesar, pero no afecta a la tasa de cotización prevista (Cardella, Kalenkoski y Parent, 2021[143]). En México, la simplificación de los extractos de prestaciones de jubilación mediante la mejora de la legibilidad y el atractivo visual de la información puede haber aumentado la eficiencia en el procesamiento de la información para determinadas personas (Shah et al., 2024[144]). A su vez, esto puede haberles ayudado a evaluar el rendimiento relativo de su proveedor de pensiones, fomentando o desalentando así las aportaciones voluntarias (Shah et al., 2024[144]).

La inclusión de diagramas explicativos en los extractos de prestaciones de jubilación puede favorecer un aumento de las aportaciones. En Irlanda, las personas que vieron, en un extracto de prestaciones de jubilación, diagramas que mostraban cómo se podían aumentar el tamaño previsto de los fondos y los ingresos durante la jubilación aportando más en ese momento, eran más propensas a recomendar aumentar la tasa de aportación en comparación con aquellas que vieron la misma información presentada en una tabla (McGowan y Lunn, 2019[145]). Los diagramas mejoraron la justificación de las personas respecto a su decisión. Sin embargo, no mejoraron la retención ni la comprensión de la información.

Proporcionar proyecciones personalizadas de los saldos de las cuentas y de los ingresos durante la jubilación puede aumentar las aportaciones voluntarias. En Australia, las personas que recibieron información sobre los ingresos previstos para la jubilación aumentaron sus aportaciones voluntarias a la pensión durante los dos años siguientes, en comparación con aquellas que solo recibieron información sobre el saldo actual de su cuenta (Smyrnis et al., 2019[146]). Además, mostrar proyecciones de los saldos de las cuentas, además de las proyecciones de los ingresos durante la jubilación, tuvo un mayor impacto en las aportaciones voluntarias. En Chile, las personas que recibieron proyecciones personalizadas de sus futuras prestaciones de pensión, así como proyecciones de la diferencia en las prestaciones resultante de tres posibles medidas para aumentarlas (aumentar las aportaciones obligatorias, aumentar las aportaciones voluntarias o retrasar la jubilación), incrementaron su ahorro voluntario en un 10 % de media durante los primeros ocho meses tras la intervención, en comparación con quienes solo recibieron información general (Fuentes et al., 2024[147]). El efecto se concentró entre las personas que anteriormente habían sobreestimado su pensión prevista. En Alemania, las personas que recibieron una carta en la que se indicaban los pagos previstos de la pensión pública aumentaron sus aportaciones a los planes de pensiones personales (pensiones Riester) durante los tres años siguientes sin desplazar otras formas de ahorro (Dolls et al., 2018[148]).

Proporcionar un contexto que mejore la comprensión de las personas sobre las implicaciones de las diferentes tasas de cotización puede dar lugar a mayores aportaciones. En comparación con la simple enumeración de las diferentes tasas de cotización y sus correspondientes proyecciones de ingresos de jubilación esperados, asociar además dichas proyecciones a niveles de ingresos de jubilación (p. ej., mínimo, moderado, holgado) y a cestas de consumo (es decir, una descripción de las posibilidades de gasto en vivienda, transporte, vacaciones y ocio) puede dar lugar a tasas de cotización más elevadas (Barrett et al., s. f.[149]). De hecho, las cestas de consumo hacen que el futuro

las posibilidades de consumo resultan más tangibles, lo que a su vez aumenta las tasas de aportación elegidas, ya que las personas están deseosas de alcanzar los resultados de consumo relacionados con la jubilación.

El asesoramiento financiero puede tener un mayor impacto en las personas con rentas más bajas. El capítulo 4 muestra que el asesoramiento financiero puede contribuir de manera significativa a mejorar los resultados financieros durante la jubilación, al ayudar a las personas a planificar mejor su jubilación, seleccionar niveles de riesgo de inversión más adecuados y mitigar las reacciones emocionales. Sin embargo, las personas que solicitan asesoramiento financiero suelen tener rentas más altas, ser de mayor edad, tener un mayor nivel educativo y poseer más conocimientos financieros (Burke y Hung, 2015[150]). Dado que estas personas son, en general, más propensas a ahorrar para la jubilación, es más probable que el impacto positivo del asesoramiento financiero en el ahorro para la jubilación sea mayor para las personas con ingresos más bajos. Además, el impacto varía de un país a otro. En Nueva Zelanda, el asesoramiento financiero no influye de manera significativa en las tasas de aportación a los planes KiwiSaver (Fang, Hao y Reyers, 2022[151]). Por el contrario, en Suiza, las personas que tratan temas relacionados con la jubilación con un asesor realizan aportaciones más elevadas a planes de pensiones personales voluntarios en los días posteriores a la consulta (Hoechle et al., 2023[152]). En Estados Unidos, el impacto de un asesor financiero en la confianza de disponer de dinero suficiente para vivir cómodamente durante la jubilación es mayor entre las personas con menos ahorros (Blanchett, 2025[153]).

Los seminarios de educación financiera pueden tener un impacto positivo en las aportaciones voluntarias. En Australia, las personas en edad laboral que asistieron a un seminario de educación financiera organizado por su fondo de pensiones eran más propensas a realizar aportaciones voluntarias en comparación con el grupo de control y realizaron aportaciones voluntarias más elevadas, de unos 15 000 AUD de media a lo largo de dos años, lo que representaba el 6 % de los saldos de las cuentas de los asistentes antes del seminario (Ghafoori, Ip y Kabátek, 2021[154]). Los seminarios ofrecían asesoramiento general sobre la jubilación y conocimientos y habilidades financieras básicas, e informaban a los asistentes sobre la cantidad de diner e que se necesita para la jubilación y cómo realizar aportaciones voluntarias, así como sobre los beneficios fiscales asociados a ellas.

2.3.6. Atender las necesidades de las personas

Los particulares pueden valorar determinadas características de diseño que respondan a sus necesidades y que podrían animarles a aportar más a los planes de pensiones respaldados por activos. Adaptar las características de los fondos de pensiones a las preferencias de los afiliados, ofrecer una opción de ahorro para emergencias y permitir las aportaciones del cónyuge podría contribuir a aumentar las aportaciones voluntarias.

Ciertas características de los fondos de pensiones pueden influir en la disposición de los afiliados a contribuir. Los particulares de seis países europeos preferirían aumentar su aportación en 2 puntos porcentuales de su salario mensual en planes de pensiones de empresa con un mejor rendimiento histórico, en los que los consejos de administración tuvieran en cuenta las preferencias y demandas de los afiliados en su proceso de toma de decisiones y en los que hubiera representantes de los afiliados en el consejo (Fernández et al., 2024[155]). Unas aportaciones más elevadas por parte de la empresa también fomentarían mayores aportaciones por parte de los particulares.

Ofrecer una opción de ahorro para emergencias junto con un plan de pensiones puede mejorar el bienestar de las personas sin reducir los ahorros para la jubilación. La resiliencia financiera es un fuerte indicador del ahorro para la jubilación (Suh, 2020[156]). De hecho, disponer de ahorros para emergencias puede reducir el estrés financiero y proporcionar confianza a la hora de ahorrar a largo plazo. En Estados Unidos, los empleados que participaban en la opción de ahorro para emergencias dentro de su plan 401(k) tenían el doble de probabilidades de aumentar sus aportaciones a la cuenta de jubilación del plan 401(k) que otros empleados (Commonwealth, 2022[157]). La opción de ahorro para emergencias permite a los afiliados al plan realizar retiradas anticipadas para hacer frente a imprevistos sin poner en peligro la adecuación de los ingresos futuros de jubilación.

Permitir las aportaciones conyugales podría permitir a las parejas planificar conjuntamente la jubilación y compensar los salarios más bajos o el tiempo que uno de los miembros de la pareja dedica a tareas de cuidado. Varios países permiten realizar aportaciones a la cuenta de pensiones de la pareja o a una cuenta de jubilación conyugal específica (por ejemplo, Australia, Canadá, España, el Reino Unido y Estados Unidos). Los

los mismos límites de aportación suelen aplicarse a efectos fiscales, y las aportaciones del cónyuge se contabilizan dentro del límite del contribuyente o del beneficiario. Las aportaciones del cónyuge resultan especialmente útiles para que las mujeres acumulen más derechos de pensión y activos e es por sí mismas, con el fin de compensar las actividades no remuneradas que realizan en el hogar (OCDE, 2021[16]).

2.4. Conclusión y orientaciones de política

El análisis muestra que, en 40 de los 41 países, al menos una categoría de trabajadores necesitaría complementar sus pensiones obligatorias con aportaciones voluntarias a planes de pensiones para alcanzar su objetivo de ingresos de jubilación. La brecha de aportación muestra lo lejos que están los trabajadores de alcanzar su objetivo de ingresos de jubilación. Se define como la tasa de aportación que una persona tendría que pagar a un plan de pensiones de aportación definida (DC) para compensar la diferencia entre un objetivo de ingresos de jubilación y los ingresos de jubilación esperados del sistema de pensiones obligatorio. Los ingresos de jubilación previstos que se utilizan son las tasas de sustitución brutas teóricas de la *base de datos «Pensions at a Glance» de la OCDE*, y el objetivo de ingresos de jubilación utilizado es una tasa de sustitución objetivo del 80 % para las personas con bajos ingresos (la mitad de los ingresos medios), del 70 % para las personas con ingresos medios y del 60 % para las personas con altos ingresos (el doble de los ingresos medios).

Las brechas de cotización son mayores para las personas con ingresos medios y altos, las mujeres y los autónomos (Tabla 2.1). Para una distancia dada entre los ingresos de jubilación esperados y los objetivos, la brecha de cotización es mayor para los trabajadores de « » con edades de jubilación más bajas, esperanzas de vida más altas, períodos de cotización más cortos y un rendimiento de las inversiones más bajo.

Tabla 2.1. Brecha de cotización media por categoría de trabajadores

	Objetivo de ingresos de jubilación	Número de países con una brecha de cotización	Brecha de cotización media
Trabajador con bajos ingresos, asalariado, hombre	80 %	33	8,6 %
Persona con bajos ingresos, trabajadora por cuenta ajena, mujer	80 %	33	9,5 %
Salario medio, empleado, hombre	70 %	32	9,7 %
Salario medio, empleada	70 %	32	10,8 %
Salario medio, autónomo, hombre	70 %	38	13,1
Salario alto, asalariado, hombre	60 %	33	9,7 %
Empleada con ingresos elevados, mujer	60 %	34	10,4

Los trabajadores jóvenes, con bajos ingresos, las mujeres y los autónomos tienden a participar y a aportar menos a los planes de pensiones respaldados por activos, lo que les dificulta alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación. Los sesgos conductuales, los bajos niveles de educación financiera, las preocupaciones sobre la asequibilidad, las interrupciones en la trayectoria profesional y determinadas características de diseño son barreras que pueden impedir que las personas contribuyan voluntariamente para alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación. Además, los niveles de aportación suelen ajustarse a las bajas tasas de aportación por defecto y a las mínimas. Permitir que las personas utilicen productos de liberación del valor de la vivienda reduce la necesidad de realizar aportaciones adicionales a la pensión. Sin embargo, estos productos son complicados, no son fácilmente accesibles y no gozan de gran popularidad.

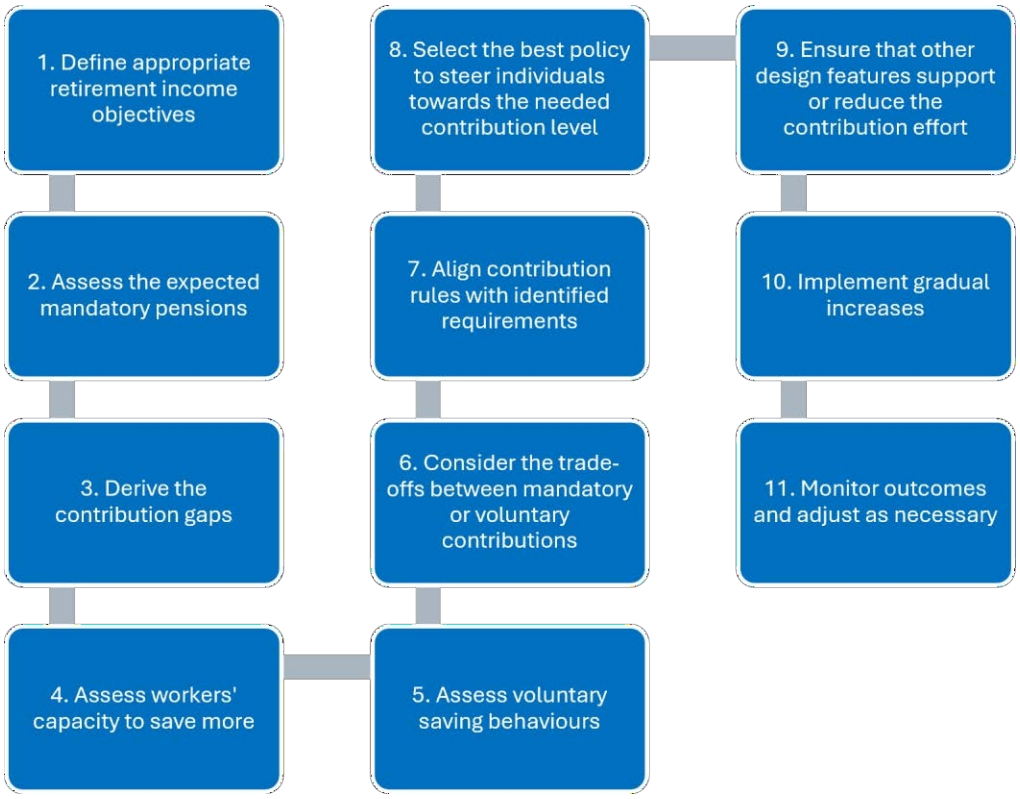
Existen diversas medidas que podrían abordar estas barreras y orientar a las personas hacia niveles de aportación que les permitan alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación. Son las siguientes:

- aumentar las aportaciones obligatorias
- fomentar las aportaciones voluntarias de los empleadores
- orientar a las personas mediante opciones predeterminadas, mecanismos automáticos, recordatorios o procesos simplificados
- ofrecer incentivos financieros fiscales o no fiscales
- informar a las personas
- atender las necesidades de los particulares.

2.4.1. *Orientaciones de política*

Los responsables políticos podrían considerar 11 medidas para evaluar la necesidad de aportaciones adicionales a los planes de pensiones y garantizar que las personas aporten lo suficiente para alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación (Figura 2.11).

Figura 2.11. Medidas para garantizar que los particulares aporten lo suficiente para alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación



Definir objetivos adecuados de ingresos para la jubilación

Los responsables políticos podrían definir objetivos adecuados de ingresos para la jubilación de la población teniendo en cuenta las necesidades de gasto de los jubilados. Los objetivos de ingresos para la jubilación deberían tener en cuenta en qué medida los jubilados tienen que autofinanciar determinados costes, como la asistencia sanitaria y los cuidados de larga duración. Los objetivos de ingresos para la jubilación también deben tener en cuenta la heterogeneidad de la población. Esto implica identificar los grupos relevantes de personas que probablemente tengan necesidades diferentes durante la jubilación, por ejemplo, distinguiendo por nivel de ingresos, composición del hogar (p. ej., personas solteras o parejas, con o sin hijos), propiedad de la vivienda y lugar de residencia (p. ej., en ciudades o en el campo). El objetivo de ingresos para la jubilación puede expresarse como una tasa de sustitución « » o como un importe objetivo en términos nominales, dependiendo de si el objetivo de la política es estabilizar el consumo o alcanzar un determinado nivel de consumo (OCDE, 2020[158]).

Evaluar las pensiones obligatorias previstas

Los responsables políticos podrían proyectar los ingresos de jubilación que el sistema de pensiones obligatorio probablemente proporcionará a las futuras cohortes de jubilados partiendo de hipótesis realistas. Las proyecciones de los ingresos de jubilación deben tener en cuenta las trayectorias profesionales reales, los perfiles salariales y las densidades de cotización de los trabajadores actuales, los efectos de las reformas de pensiones anteriores sobre las diferentes cohortes, así como cualquier cambio de comportamiento y transformación del mercado laboral que pueda afectar a las trayectorias profesionales y a los ingresos. Las hipótesis deben ajustarse estrechamente a las observaciones reales para ofrecer

una visión realista de los futuros ingresos de jubilación. Es importante modelar diferentes categorías de trabajadores para tener en cuenta los distintos patrones profesionales y perfiles salariales, así como las características redistributivas y sujetas a condiciones de recursos del sistema de pensiones obligatorio.

De este modo, los responsables políticos podrían comparar los ingresos de jubilación previstos con el objetivo de ingresos de jubilación en diferentes grupos de personas, a fin de identificar cuáles necesitarían aportaciones adicionales al sistema de pensiones para alcanzar su objetivo de ingresos de jubilación.

Los responsables políticos podrían reflexionar sobre la sostenibilidad financiera del sistema de pensiones obligatorio y sobre el nivel de diversificación de las fuentes de financiación de la jubilación, con el fin de evaluar los riesgos de que, a la larga, el sistema de pensiones obligatorio no genere los resultados esperados.

Calcular las brechas de cotización

Los responsables políticos podrían estimar el nivel de ahorro adicional en materia de pensiones que las diferentes categorías de trabajadores tendrían que aportar para alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación, en caso de que las pensiones obligatorias previstas resultaran insuficientes.

El cálculo de esta brecha de cotización podría adaptarse al tipo de plan de pensiones al que se destinarían las cotizaciones adicionales, es decir, obligatorio o voluntario, con o sin garantías. De hecho, el carácter obligatorio o voluntario del plan influiría en la duración potencial del período durante el cual se pagarían las cotizaciones adicionales a la pensión, ya que, en el caso de un plan voluntario, es posible que los trabajadores no empiecen a ahorrar desde el inicio de su carrera profesional. El esfuerzo de cotización anual necesario para alcanzar un objetivo de ingresos de jubilación determinado es, de hecho, mayor cuanto más cortos sean los períodos de cotización. Además, las cotizaciones a un plan de pensiones voluntario pueden ser menos constantes a lo largo de la vida laboral de una persona que las de un plan de pensiones obligatorio, ya que es posible que las personas ahorren menos de forma voluntaria cuando son jóvenes, al tener más necesidades a las que destinar sus ingresos. El cálculo de la brecha de cotización podría tener en cuenta el patrón de cotización probable para determinar cuál sería el esfuerzo de cotización máximo a lo largo de la vida laboral. Por último, también es importante considerar si el plan que recibe las aportaciones adicionales ofrecería garantías o no (por ejemplo, prestaciones definidas frente a aportaciones definidas). En ausencia de garantías, la tasa de rentabilidad esperada tiene una mayor influencia en la brecha de aportación, ya que un menor rendimiento de la inversión aumenta el esfuerzo de aportación.

Las hipótesis utilizadas para calcular la brecha de cotización también podrían tener en cuenta variables como la inflación, el crecimiento de la productividad, la rentabilidad esperada, el tipo de interés, la esperanza de vida, la edad de jubilación y el nivel de comisiones y gastos de gestión de los activos de pensiones.

Evaluar la capacidad de los trabajadores para ahorrar más

Los responsables políticos podrían evaluar la capacidad de las diferentes categorías de trabajadores para aportar la cantidad necesaria para alcanzar su objetivo de ingresos de jubilación. Podrían identificar a los grupos vulnerables que podrían verse en una situación peor si se les obligara o presionara a ahorrar más para la jubilación. Por ejemplo, puede no ser óptimo presionar a las personas para que paguen cotizaciones de pensión adicionales al inicio de su carrera profesional, ya que pueden enfrentarse a mayores restricciones de liquidez relacionadas con el reembolso de un préstamo estudiantil, la formación de una familia o la compra de su primera vivienda (Schlafmann, Setty y Vestman, 2024[36]; Fischer, Jensen y Koch, 2023[37]). A las personas con préstamos a tipos de interés elevados les convendría más saldar primero su deuda, mientras que los trabajadores con empleos precarios y bajos ingresos podrían dar prioridad a la constitución de un ahorro de precaución. Además, los trabajadores migrantes podrían enfrentarse a déficits de cotización inasumibles, ya que es posible que tengan menos derechos en el sistema de pensiones obligatorio y menos tiempo para acumular ingresos de pensión adicionales. Los responsables políticos podrían reflexionar sobre estas situaciones y determinar si aumentar las cotizaciones a la pensión es el mejor enfoque.

A la hora de evaluar la capacidad de los trabajadores para ahorrar más de cara a la jubilación, los responsables políticos también podrían tener en cuenta el papel de los empleadores. En la mayoría de los países de la OCDE, los empleadores pagan una parte significativa del total de las cotizaciones a los planes de pensiones financiados con activos (OCDE, 2022[49]). Los empleadores podrían estar dispuestos a cotizar por encima de los requisitos legales

en nombre de sus empleados para atraer y retener a trabajadores cualificados. Sin embargo, es posible que no todos los empleadores puedan o estén dispuestos a hacerlo, en particular las pequeñas empresas, que pueden carecer de recursos suficientes.

Evaluar los comportamientos de ahorro voluntario

Los responsables políticos podrían evaluar los hábitos de ahorro voluntario antes de aplicar medidas para aumentar las cotizaciones a las pensiones cuando estas obligatorias resulten insuficientes. Podrían comprobar en qué medida los trabajadores ya están ahorrando lo suficiente de forma voluntaria para complementar su pensión obligatoria y alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación. Los responsables políticos podrían recabar datos sobre el ahorro voluntario de la población en diferentes categorías de trabajadores e instrumentos de ahorro, incluidas las pensiones respaldadas por activos, los instrumentos de ahorro a largo pl es y los bienes inmuebles. Al considerar los ahorros que no están destinados a la jubilación, se podrían realizar estudios para evaluar en qué medida podrían utilizarse para financiar la jubilación.

Valorar las compensaciones entre el aumento de las cotizaciones obligatorias o voluntarias

Los responsables políticos deben decidir si aumentar las cotizaciones obligatorias o las voluntarias cuando los trabajadores con déficits de cotización no ahorran lo suficiente de forma voluntaria y tienen capacidad para cotizar más. Hay importantes compensaciones que hay que tener en cuenta. Aumentar las cotizaciones obligatorias a las pensiones puede ser la forma más eficiente de elevar las prestaciones de jubilación y alcanzar los objetivos de ingresos para la jubilación. Sin embargo, las cotizaciones obligatorias a las pensiones pueden reducir el empleo, los salarios y el consumo de los hogares, al tiempo que pueden aumentar la informalidad laboral y el endeudamiento de los hogares.

Identificar qué categorías de trabajadores presentan mayores lagunas de cotización podría arrojar algo de luz sobre qué tipo de cotización conviene aumentar.

- Cuando las lagunas contributivas están muy extendidas entre todas las categorías de trabajadores, incluidos los de bajos ingresos, aumentar las cotizaciones obligatorias a las pensiones puede ser el mejor enfoque para mejorar la situación de todos. Se podrían supervisar los efectos en el mercado laboral y reforzar las medidas de cumplimiento para evitar un aumento de la informalidad.
- Cuando las brechas de cotización se concentran entre las personas con ingresos elevados, aumentar las cotizaciones voluntarias puede ser el mejor enfoque, ya que estos trabajadores son los más propensos a ahorrar de forma voluntaria, y no modificar las cotizaciones obligatorias evitaría obligar a las personas con bajos ingresos a ahorrar en exceso.
- Cuando las brechas en las cotizaciones se concentran entre los autónomos y estos cotizan menos que los asalariados al sistema de pensiones obligatorio, aumentar sus cotizaciones obligatorias podría ser la mejor estrategia. Esto igualaría las condiciones entre los asalariados y los autónomos.

Armonizar las normas de cotización con las necesidades identificadas

Los responsables políticos podrían garantizar que las normas relativas a las aportaciones a los planes de pensiones respaldados por activos se ajusten a las aportaciones adicionales a la pensión necesarias para alcanzar los objetivos de ingresos para la jubilación. Esto implica revisar los límites de aportación, así como los tipos de aportación por defecto y mínimos. Por ejemplo, los tipos de aportación por defecto podrían aumentarse si se sitúan muy por debajo de lo que la mayoría de los trabajadores necesitarían ahorrar adicionalmente. No obstante, cuando las aportaciones que dan derecho a desgravaciones fiscales están limitadas, dicho límite podría fijarse por debajo de la mayor brecha de aportación identificada en todas las categorías de trabajadores, con el fin de limitar los costes fiscales. En particular, es posible que las personas con ingresos elevados no necesiten beneficiarse de la desgravación fiscal completa sobre sus aportaciones para ahorrar al nivel requerido, ya que es probable que ahorren de todos modos.

Seleccionar la mejor política para orientar a las personas hacia el nivel de aportación que necesitan para alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación

La mejor política para orientar a las personas hacia el nivel de aportación que necesitan para alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación dependería de la proporción y las categorías de trabajadores que presentan un déficit de aportación, la magnitud de dicho déficit y el nivel de educación financiera.

La selección de la mejor política implica una serie de compensaciones. Por un lado, es probable que unas tasas de cotización por defecto relativamente elevadas, los aumentos automáticos de las cotizaciones y el aumento de la edad legal de jubilación afecten al comportamiento de ahorro de muchas personas, ya que estas opciones de política se basan en la inercia. Sin embargo, la inercia conduce a bajos niveles de implicación y las personas pueden aceptar pasivamente niveles de cotización que no son óptimos dadas sus circunstancias. Por otro lado, las opciones de política que dependen de que los particulares o los empleadores respondan activamente a nueva información o a incentivos financieros pueden no aportar el resultado esperado para muchas personas, ya que la respuesta conductual prevista puede no producirse siempre. No obstante, es más probable que las personas mejor informadas y más comprometidas elijan el nivel de cotización que mejor se adapte a sus circunstancias.

En cualquier caso, los responsables políticos deberían evitar reducir las cotizaciones obligatorias a los regímenes de reparto para dar cabida a cotizaciones más elevadas a planes de pensiones respaldados por activos. Aunque esto podría diversificar las fuentes de ingresos para la jubilación, es posible que no ayude a las personas a alcanzar su objetivo de ingresos para la jubilación si las pensiones del régimen de reparto se reducen proporcionalmente. Además, genera un coste de transición para el régimen de reparto. En su lugar, las cotizaciones a planes complementarios de pensiones respaldados por activos deberían proceder de nuevos ahorros o de ahorros reasignados, aumentando así las prestaciones totales de jubilación.

Garantizar que otras características del diseño respalden o reduzcan el esfuerzo de cotización

Las demás características de diseño de los planes de pensiones respaldados por activos no deben socavar el efecto que tiene el aumento de las cotizaciones de pensiones sobre los resultados de los ingresos de jubilación. Los responsables políticos podrían minimizar o eliminar los períodos de carencia para reducir el número de trabajadores que pierden parte de las cotizaciones de su empleador al cambiar de trabajo. También podrían garantizar que las cotizaciones de pensiones se inviertan de manera que se alcancen las rentabilidades ajustadas al riesgo más altas posibles, ya que un mejor rendimiento reduce el esfuerzo de cotización necesario para alcanzar un objetivo de ingresos de jubilación determinado. Esto implica un cierto nivel de asignación a renta variable para lograr un mejor rendimiento a largo plazo y unos ingresos de jubilación más e s (OCDE, 2024[159]). Además, los responsables políticos podrían garantizar que los proveedores de pensiones ofrezcan buenos servicios y una buena relación calidad-precio por las comisiones que cobran, a fin de evitar reducciones innecesarias en la acumulación de activos.

Aplicar aumentos graduales

Los responsables políticos podrían aplicar aumentos graduales de las tasas de cotización en el marco de la afiliación obligatoria o automática, para que los trabajadores y los empresarios puedan adaptarse. Los aumentos de las tasas de cotización obligatorias o por defecto pueden introducirse de forma escalonada a lo largo de varios años, como en Australia (2,5 puntos porcentuales en cuatro años), Chile (6 puntos porcentuales en nueve años), Irlanda (9 puntos porcentuales en 10 años), México (8,5 puntos porcentuales en 10 años) y el Reino Unido (6 puntos porcentuales en siete años). También podrían calcularse indicadores para supervisar la coyuntura económica durante el aumento previsto y activar una pausa temporal en dicho aumento en caso de turbulencias económicas que afecten a la capacidad de los trabajadores y los empleadores para cotizar (WPI Economics, 2023[160]).

Supervisar los resultados y ajustar según sea necesario

Los responsables políticos podrían supervisar los efectos de cualquier nueva política para orientar a las personas hacia niveles de cotización que se ajusten mejor a sus objetivos de ingresos para la jubilación. Podrían calcular indicadores relevantes desglosados por diferentes grupos de personas para seguir la evolución de las cotizaciones. Si el impacto en las cotizaciones resultara insuficiente a la luz de los objetivos generales de adecuación (OCDE, 2020[158]), los responsables políticos podrían ajustar la política

en función de los retos a los que se enfrenten o aplicar una nueva política que tenga más probabilidades de éxito, a la luz de la experiencia e a pasada.

Referencias

Allianz Center for the Future of Retirement (2026), *«Los estadounidenses recortan sus ahorros para la jubilación, según un estudio de Allianz Life»*, https://www.allianzlife.com/about/newsroom/2026-Press-Releases/Americans-Cutting-Back-on-Retirement-Savings. [45]

Andersen, H., N. Hansen y A. Kuchler (2022), «Mandatory pension savings and long-run debt accumulation: evidence from Danish low-wage earners», *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 22/3, pp. 371-399, https://doi.org/10.1017/s1474747221000482. [78]

Universidad Nacional de Australia (2021), *«El impacto de las aportaciones a planes de jubilación financiadas por el Gobierno (contribución paralela) en el comportamiento de ahorro para la jubilación de las personas con ingresos bajos y medios»*, https://coilink.org/20.500.12592/zfv68n. [129]

Oficina Tributaria de Australia (2025), *Estadísticas fiscales 2021-22 - Particulares - Tabla 23*, https://data.gov.au/data/dataset/4be150cc-8f84-46b8-8c61-55ff1d48a700/resource/545be24d-b8a2-4abd-9193-097e8114dcbc/download/ts22individual23contributionsbyagesextaxableincome.xlsx. [31]

Azuara Herrera, O. et al. (2021), *«Ahorrar sin barreras: lecciones de los proyectos piloto del Laboratorio de Ahorro para la Jubilación»*, Banco Interamericano de Desarrollo, https://doi.org/10.18235/0003177.

Barrett, A. et al. (s. f.), «¿Pueden las estructuras evaluativas ayudar en las decisiones de ahorro para la jubilación?», https://doi.org/10.26481/dis.20240416ab. [112]

Benartzi, S. y R. Thaler (2007), «Heurísticas y sesgos en el comportamiento de ahorro para la jubilación», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21/3, pp. 81-104, https://doi.org/10.1257/jep.21.3.81. [149]

Benzarti, Y. y J. Harju (2021), «Using Payroll Tax Variation to Unpack the Black Box of Firm-Level Production», *Journal of the European Economic Association*, vol. 19/5, pp. 2737-2764, https://doi.org/10.1093/jeea/jvab010. [41]

Bernal, N., S. Galiani y O. Molina (2025), *«¿Incentiva la contribución de contrapartida a los trabajadores del sector informal a participar en planes de ahorro para la jubilación? Una evaluación aleatoria combinada con un experimento natural»*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, https://doi.org/10.3386/w33925. [66]

Beshears, J. et al. (2017), «¿Cómo responden los consumidores cuando las opciones predeterminadas van más allá de lo habitual?», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.3050562. [131]

Beshears, J. et al. (2025), «¿Aumenta la deuda la inscripción automática en planes de pensiones? Evidencia de un experimento natural a gran escala», *Documento de trabajo*, https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=65671. [95]

Beshears, J. et al. (2021), «¿Pedir un préstamo para ahorrar? El impacto de la inscripción automática en la deuda», *The Journal of Finance*, vol. 77/1, pp. 403-447, https://doi.org/10.1111/jofi.13069. [79]

[82]

Beshears, J. et al. (2017), «¿Aumenta el ahorro una tributación anticipada? Evidencia a partir de la introducción de los planes Roth 401(k)», *Journal of Public Economics*, vol. 151, pp. 84-95, https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2015.09.007. [123]

Beshears, J. et al. (2015), «The Effect of Providing Peer Information on Retirement Savings Decisions», *The Journal of Finance*, vol. 70/3, pp. 1161-1201, https://doi.org/10.1111/jofi.12258. [110]

Beshears, J. et al. (2013), «Simplification and saving», *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 95, pp. 130-145, https://doi.org/10.1016/j.jebo.2012.03.007. [103]

Beshears, J. et al. (2021), «Using fresh starts to nudge increased retirement savings», *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, vol. 167, pp. 72-87, https://doi.org/10.1016/j.obhdp.2021.06.005. [107]

Beshears, J. et al. (2023), «Inscripción automática con una tasa de aportación predeterminada del 12 por ciento», *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 24/1, pp. 152-182, https://doi.org/10.1017/s1474747223000148. [89]

Beshears, J. et al. (2016), «Framing the Future: The Risks of Pre-Commitment Nudges and Potential of Fresh Start Messaging», *Documento de trabajo*, https://static1.squarespace.com/static/5353b838e4b0e68461b517cf/t/583ca5acd2b8571174b28e40/1480369581625/48-Beshears_et_al_2016.pdf. [105]

Biesenbeek, C., B. Heerma van Voss y M. Mastrogiacomo (2020), «Workers without pension accrual», *DNB Occasional Studies*, vol. 20, n.º 3, https://www.dnb.nl/publicaties/publicaties-onderzoek/occasional-study/nr-3-2022-werkenden-zonder-pensioenopbouw/. [63]

Binswanger, J. y D. Schunk (2011), «¿Qué es un nivel de vida adecuado durante la jubilación?», *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 11/2, pp. 203-222, https://doi.org/10.1017/s1474747211000618. [11]

Blanchett, D. (2025), *«Asesoramiento financiero y confianza en la jubilación: ¿qué tiene que ver la riqueza con ello?»*, https://www.kiplinger.com/retirement/retirement-planning/financial-advice-and-retirement-confidence-by-wealth-level. [153]

Blaufus, K. y M. Milde (2021), «Tax Misperceptions and the Effect of Informational Tax Nudges on Retirement Savings», *Management Science*, vol. 67/8, pp. 5011-5031, https://doi.org/10.1287/mnsc.2020.3761. [124]

Bosch, M. y A. Rubli (2021), «Increasing Retirement Savings through Access Points and Persuasive Messages», *Journal of Human Resources*, vol. 58/5, pp. 1752-1781, https://doi.org/10.3368/jhr.58.5.0220-10750r2. [114]

Bosch, N. et al. (2022), «La incidencia de las cotizaciones a la pensión: un análisis basado en datos de panel del impacto de las cotizaciones a la pensión en el coste laboral, los salarios y la oferta de mano de obra», **De Economist**, vol. 170/1, pp. 107-132, https://doi.org/10.1007/s10645-022-09401-z. [68]

Bozio, A. et al. (2025), «¿Influye la vinculación entre impuestos y prestaciones en la incidencia de los impuestos sobre las nóminas?», *Review of Economic Studies*, https://doi.org/10.1093/restud/rdaf059. [72]

Breunig, R. y K. Sobeck (2020), *«The economic incidence of superannuation»*, https://treasury.gov.au/sites/default/files/2020-07/01-r2019-100554.pdf. [70]

Brière, M., J. Poterba y A. Szafarz (2025), «¿Aumenta la deducibilidad fiscal el ahorro para la jubilación? Lecciones de un experimento natural francés», *Documento de trabajo n.º* 166 *del Amundi Investment Institute*, https://research-center.amundi.com/article/does-tax-deductibility-increase-retirement-saving-lessons-french-natural-experiment. [121]

Broome, M. e I. Mulheirn (2024), *«¿Perfectamente adecuadas?: Una revisión de la adecuación de las pensiones 20 años después de la Comisión de Pensiones*», Resolution Foundation, https://doi.org/10.63492/vmzf40. [14]

Burgherr, D. (2025), «Saving Responses to Mandatory Pension Plans», *Equality of Opportunity Research Series* 78, https://www.urpp-equality.uzh.ch/dam/jcr:665c0dd7-bd77-454f-9155-5666feaa7d5f/78_Burgherr_SavingResponsesToMandatoryPensionPlans.pdf. [86]

Burke, J. y A. Hung (2015), *«¿Influyen los asesores financieros en el comportamiento de ahorro?»*, RAND Corporation, http://www.jstor.org/stable/10.7249/j.ctt19w72kb. [150]

Burke, J., A. Hung y J. Luoto (2017), «Opting out of Retirement Plan Default Settings», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.2910771. [91]

Cardella, E., C. Kalenkoski y M. Parent (2021), «Less is not more: 401(k) plan information and retirement planning choices», *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 22/3, pp. 331-351, https://doi.org/10.1017/s1474747221000445. [143]

Carranza, G. y A. Goodman (2024), *«¿Retención o regresividad? Los efectos empíricos de los calendarios de consolidación de derechos de los planes 401(k)*», Elsevier BV, https://doi.org/10.2139/ssrn.4876231. [51]

Carroll, G. et al. (2009), «Optimal Defaults and Active Decisions», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 124/4, pp. 1639-1674, https://doi.org/10.1162/qjec.2009.124.4.1639. [93]

Oficina Central de Estadística (2024), *«Cobertura de las pensiones 2024*», https://www.cso.ie/en/releasesandpublications/ep/p-pens/pensioncoverage2024/personalpensions/ (consultado el 20 de febrero de 2025). [19]

Chan, M. et al. (2020), «¿Hasta qué punto son eficaces los planes de aportación paralela para animar a las personas con bajos ingresos a ahorrar más para la jubilación? Evidencia de un plan nacional», *IZA Discussion Papers* 13939, https://hdl.handle.net/10419/232691. [128]

Chetty, R. et al. (2014), «Decisiones activas frente a pasivas y efecto de desplazamiento en las cuentas de ahorro para la jubilación: evidencia de Dinamarca *», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 129/3, pp. 1141-1219, https://doi.org/10.1093/qje/qju013. [122]

Choi, J. (2015), «Contributions to Defined Contribution Pension Plans», *Annual Review of Financial Economics*, vol. 7/1, pp. 161-178, https://doi.org/10.1146/annurev-financial-111914-041834. [133]

Choi, J. et al. (2017), «Small cues change savings choices», *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 142, pp. 378-395, https://doi.org/10.1016/j.jebo.2017.08.010. [104]

Choi, J. et al. (2024), *«¿Menor de lo que pensábamos? El efecto de las políticas de ahorro* automático», Oficina Nacional de Investigación Económica, Cambridge, MA, https://doi.org/10.3386/w32828. [101]

Choi, J. et al. (2004), «Para bien o para mal: efectos por defecto y comportamiento de ahorro en los planes 401(k)», en Wise, D. (ed.), *Perspectivas sobre la economía del envejecimiento*, University of Chicago Press, http://www.nber.org/chapters/c10341. [56]

Choi, J. et al. (2003), «Optimal Defaults», *American Economic Review*, vol. 93/2, pp. 180-185, https://doi.org/10.1257/000282803321947010. [88]

Choi, J. et al. (2002), «Defined Contribution Pensions: Plan Rules, Participant Choices, and the Path of Least Resistance», *Tax Policy and the Economy*, vol. 16, pp. 67-113, https://doi.org/10.1086/654750. [135]

Choukhmane, T. (2025), «Opciones predeterminadas y dinámica del ahorro para la jubilación», *American Economic Review*, vol. 115/11, pp. 3749-3787, https://doi.org/10.1257/aer.20210881. [94]

Choukhmane, T. y C. Palmer (2025), «The Effect of Increasing Retirement Saving on Consumption, Balance Sheets, and Welfare», *Documento de trabajo*, https://mitsloan.mit.edu/centers-initiatives/cfi/how-do-consumers-finance-increased-retirement-savings. [80]

Clark, R. et al. (2018), «Informar las decisiones sobre el ahorro para la jubilación: un experimento de campo sobre planes complementarios», *Economic Inquiry*, vol. 57/1, pp. 188-205, https://doi.org/10.1111/ecin.12731.

Coates, B., M. Cowgill y W. Mackey (2020), *«No hay nada gratis: unas pensiones más altas implican salarios más bajos»*, https://grattan.edu.au/wp-content/uploads/2020/02/No-free-lunch-Higher-superannuation-means-lower-wages.pdf. [102]

Commonwealth (2022), *«Un caso práctico sobre el ahorro de emergencia en el lugar de trabajo: cómo UPS y Voya diseñaron una solución que generó un ahorro de 10 millones de dólares»*, https://buildcommonwealth.org/research/a-case-study-in-workplaceemergency-savings/. [71]

Servicio de Investigación del Congreso (2025), «El crédito por aportaciones a planes de ahorro para la jubilación y la aportación complementaria para ahorradores», *In Focus* IF11159, https://www.congress.gov/crs-product/IF11159. [157]

Corneo, G., M. Keese y C. Schröder (2008), «¿Pueden los gobiernos impulsar el ahorro voluntario para la jubilación mediante incentivos fiscales y subvenciones? Un estudio de caso alemán sobre hogares con bajos ingresos», *Economics Working Papers* 2008-18, https://www.econstor.eu/bitstream/10419/27673/1/EWP-2008-18.pdf. [125]

Ministerio de Trabajo y Pensiones (2025), *Análisis de los niveles de ahorro en el régimen de inscripción automática*, https://www.gov.uk/government/statistics/analysis-of-automatic-enrolment-saving-levels/analysis-of-automatic-enrolment-saving-levels. [138]

Ministerio de Trabajo y Pensiones (2025), *Análisis de los futuros ingresos por pensiones*, https://www.gov.uk/government/statistics/analysis-of-future-pension-incomes-2025/analysis-of-future-pension-incomes-2025. [35]

Ministerio de Trabajo y Pensiones (2024), «Las personas con bajos ingresos y el ahorro para la jubilación en el ámbito laboral: un estudio cualitativo», *informe de investigación del DWP n.º* 1046, https://www.gov.uk/government/publications/low-earners-and-workplace-pension-saving-a-qualitative-study/research-report-low-earners-and-workplace-pension-saving-a-qualitative-study. [4]

Deschacht, N., I. Guillemyn y S. Vujić (2025), «Trading Pay for Pensions: Evidence from a Discrete Choice Experiment in the United Kingdom», *Serie de documentos de debate del IZA n.º* 18164, https://docs.iza.org/dp18164.pdf. [44]

[42]

Deutsche Bank Research (2026), *«La reforma de las pensiones privadas en Alemania: un paso audaz hacia los mercados de capitales»*, https://www.dbresearch.com/PROD/IE-PROD/PDFVIEWER.calias?pdfViewerPdfUrl=PROD0000000000620489&rwnode=REPORT. [58]

DGSFP (2025), *Seguros y Fondos de Pensiones: Informe 2024*, https://dgsfp.mineco.gob.es/es/Publicaciones/DocumentosPublicaciones/Memoria%20informe%20del%20sector%202024.pdf. [27]

Dolls, M. et al. (2018), «¿Aumentan los ahorros para la jubilación en respuesta a la información sobre la jubilación y las pensiones previstas?», *Journal of Public Economics*, vol. 158, pp. 168-179, https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2017.12.014. [148]

Døskeland, T. et al. (2025), «El papel de las normas sociales en el ahorro para la jubilación: Evidencia de dos experimentos de campo naturales», *Journal of Business Research*, vol. 190, p. 115201, https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2025.115201. [108]

Etgeton, S., B. Fischer y H. Ye (2023), «El efecto del aumento de la edad de jubilación en el ahorro y el gasto en consumo de los hogares», *Journal of Public Economics*, vol. 221, p. 104845, https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2023.104845. [119]

Comisión Europea (2024), *Informe de 2024 sobre la adecuación de las pensiones: adecuación de los ingresos actuales y futuros en la vejez en la UE. Volumen I*, Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, https://data.europa.eu/doi/10.2767/909323. [1]

F&P (2025), *«Pensionsindbetalinger»*, https://fogp.dk/media/y3tjoqdj/pensionsindbetalinger.xls. [33]

Falk, J. y N. Karamcheva (2022), «El impacto de la aportación paralela del empleador y la inscripción automática en el comportamiento de ahorro de los trabajadores del sector público», *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 22/1, pp. 38-68, https://doi.org/10.1017/s1474747221000366. [127]

Fang, J., W. Hao y M. Reyers (2022), «Asesoramiento financiero, educación financiera e interacción social: ¿qué influye en las decisiones de ahorro para la jubilación?», *Applied Economics*, vol. 54/50, pp. 5827-5850, https://doi.org/10.1080/00036846.2022.2053654. [151]

Ministerio Federal de Trabajo y Asuntos Sociales (2025), *Estadísticas sobre la previsión privada para la jubilación (pensión Riester)*, https://www.bmas.de/DE/Service/Statistiken-Open-Data/Statistik-zu-Riester-Vertraegen/statistik-zusaetzliche-altersvorsorge.html (consultado el 1 de abril de 2026). [57]

Ministerio Federal de Trabajo y Asuntos Sociales (2025), *«Difusión de los planes de pensiones en 2023»*, https://www.bmas.de/DE/Service/Publikationen/Forschungsberichte/fb-653-verbreitung-der-altersvorsorge-2023.html. [34]

Finance Norway (2025), *Estadísticas: Así son los planes de pensiones en los distintos sectores*, https://www.finansnorge.no/tema/statistikk-og-analyse/pensjon-og-sparing/sparesatser-i-innskuddspensjon/. [26]

Autoridad de Conducta Financiera (2025), *Encuesta «Financial Lives 2024»*, https://www.fca.org.uk/financial-lives/financial-lives-2024. [22]

Autoridad de Mercados Financieros (2025), *Informe anual de KiwiSaver 2025*, https://www.fma.govt.nz/assets/Reports/KiwiSaver-Annual-Report-2025.pdf. [20]

Fischer, M., B. Jensen y M. Koch (2023), «Ahorro óptimo para la jubilación a lo largo del ciclo de vida: un análisis determinista en forma cerrada», *Insurance: Mathematics and Economics*, vol. 112, pp. 48-58, https://doi.org/10.1016/j.insmatheco.2023.05.010. [37]

Friedberg, L., A. Leive y W. Cai (2024), «¿El ahorro obligatorio para la jubilación desplaza al ahorro voluntario para la jubilación?», *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 225, pp. 20-36, https://doi.org/10.1016/j.jebo.2024.06.024. [84]

Frish, R. (2025), «El efecto del ahorro obligatorio sobre el consumo privado: Evidencia de la reforma de las pensiones en Israel», *Research in Economics*, vol. 79/2, p. 101038, https://doi.org/10.1016/j.rie.2025.101038. [76]

Fuentes, O. et al. (2024), «La información personalizada como herramienta para mejorar el ahorro para la jubilación: resultados de un ensayo controlado aleatorio en Chile», *Economic Development and Cultural Change*, vol. 72/2, pp. 725-770, https://doi.org/10.1086/720718. [147]

García, J. y J. Vila (2020), «La educación financiera no basta: el papel de los estímulos sutiles para fomentar un comportamiento de ahorro adecuado a largo plazo», *Journal of Business Research*, vol. 112, pp. 472-477, https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.01.061. [99]

García-Miralles, E. y J. Leganza (2024), «Pensiones públicas y ahorro privado», *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 16/2, pp. 366-405, https://doi.org/10.1257/pol.20220019.

Gars, J. et al. (2025), «Recordatorios personalizados: Evidencia de un experimento de campo con planes de ahorro voluntario para la jubilación en Colombia», *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, vol. 48, p. 101-112, https://doi.org/10.1016/j.jbef.2025.101112. [117]

Ghafoori, E., E. Ip y J. Kabátek (2021), «Los efectos de una intervención de educación financiera a gran escala sobre los comportamientos de ahorro para la jubilación y la asignación de carteras: Evidencia a partir de datos de fondos de pensiones», *Journal of Banking & Finance*, vol. 130, p. 106195, https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106195. [111]

Goldin, J. et al. (2020), «¿Cuánto ahorrar? Costes de decisión y participación en planes de jubilación», *Journal of Public Economics*, vol. 191, p. 104247, https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2020.104247. [154]

Oficina de Responsabilidad Gubernamental (2016), *«Seguridad en la jubilación: se necesita mejor información sobre las tasas de sustitución de ingresos para ayudar a los trabajadores a planificar su jubilación»*, https://www.gao.gov/products/gao-16-242. [109]

Greig, F. et al. (2024), *«¿Están los empleadores optimizando su aportación paralela al plan 401(k)?»*, https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/research/pdf/are_employers_optimizing_their_401k_match.pdf. [10]

Henkens, K. (ed.) (2024), «¿Puede el diseño de los fondos de pensiones aumentar el ahorro para la jubilación? Evidencia de un experimento conjunto en seis países europeos», *Work, Aging and Retirement*, https://doi.org/10.1093/workar/waae021. [134]

Hobbs, B. y J. Feld (2021), «¿Qué pasaría si la gente pudiera optar por aumentar automáticamente sus aportaciones a KiwiSaver?», *New Zealand Economic Papers*, vol. 57/1, pp. 61-75, https://doi.org/10.1080/00779954.2021.1998198. [155]

[97]

Hoechle, D. et al. (2023), «Asesoramiento financiero y ahorro para la jubilación», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.4339769. [152]

Huberman, G., S. Iyengar y W. Jiang (2007), «Planes de pensiones de aportación definida: factores determinantes de la participación y las tasas de aportación», *Journal of Financial Services Research*, vol. 31/1, pp. 1-32, https://doi.org/10.1007/s10693-007-0003-6. [136]

Irish Life (2018), *«Guía sobre las estructuras de cotización de los planes de aportación definida»*, https://web.archive.org/web/20240523001906/https://www.irishlifeemployersolutions.ie/report-launch-guide-dc-plan-contribution-structures. [24]

Jensen, S. et al. (2025), «¿Reduce el ahorro obligatorio el ahorro voluntario? Evidencia de una reforma de las pensiones», *Review of Economics and Statistics*, pp. 1-48, https://doi.org/10.1162/rest.a.264. [83]

Joubert, C. (2015), «Pension design with a large informal labor market: Evidence from Chile», *International Economic Review*, vol. 56/2, pp. 673-694, https://doi.org/10.1111/iere.12118. [75]

Keune, M. (2018), «¿Oportunidad o amenaza? Cómo el poder y las preferencias de los sindicatos configuran las pensiones de empleo», *Social Policy & Administration*, vol. 52/2, pp. 463-476, https://doi.org/10.1111/spol.12377. [50]

Kim, J., S. Kim y K. Koh (2022), «Las instituciones del mercado laboral y la incidencia de los impuestos sobre las nóminas», *Journal of Public Economics*, vol. 209, p. 104646, https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2022.104646. [67]

Kirkpatrick, L., L. Meehan y G. Pacheco (2024), *«Análisis distributivo de las aportaciones a KiwiSaver»*, Instituto de Investigación Política de Nueva Zelanda, Auckland, https://assets.retirement.govt.nz/public/Uploads/Policy/Distributional-analysis-of-KiwiSaver-contributions.pdf. [25]

Kolerus, C., I. Koske y F. Hüfner (2012), «Selected Aspects of Household Savings in Germany: Evidence from Micro-Data», *Documentos de trabajo del Departamento de Economía de la OCDE*, n.º 999, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/5k8zpt6w2k7h-en.

Kramer, M., R. Lensink y A. Plantinga (2024), «¿Influyen los paneles de control de pensiones en línea en el conocimiento y las expectativas sobre las pensiones? Evidencia de un experimento de encuesta aleatoria», *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 23/4, pp. 504-527, https://doi.org/10.1017/s1474747224000040. [139]

Larsen, L. et al. (2025), «Contribuciones obligatorias a las pensiones, consumo de los hogares y ahorro», *Journal of Pension Economics and Finance*, pp. 1-24, https://doi.org/10.1017/s147474722510005x. [142]

Living Wage Foundation (2024), *«Retirement realities: Understanding the impact of the cost-of-living on pension savings and retirement expectations»*, https://www.livingwage.org.uk/retirement-realities-understanding-impact-cost-living-pension-savings-and-retirement-expectations.

Madrian, B. (2012), «Aportaciones de contrapartida y resultados de ahorro: una perspectiva de la economía conductual», en Hinz, R. et al. (eds.), *Aportaciones de contrapartida para las pensiones: un análisis de la evidencia internacional*, Banco Mundial, https://doi.org/10.1596/978-0-8213-9492-2. [77]

[46]

[132]

Madrian, B. y D. Shea (2001), «The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 116/4, pp. 1149-1187, https://doi.org/10.1162/003355301753265543. [55]

McGowan, F. y P. Lunn (2019), «Apoyo a la toma de decisiones en la planificación de la jubilación: ¿son útiles los diagramas de los extractos de prestaciones de pensión?», *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 19/3, pp. 323-343, https://doi.org/10.1017/s1474747219000015. [145]

McKenzie, C., M. Liersch y S. Finkelstein (2006), «Recomendaciones implícitas en las opciones predeterminadas de las políticas», *Psychological Science*, vol. 17/5, pp. 414-420, https://doi.org/10.1111/j.1467-9280.2006.01721.x. [90]

Money & Pensions Service (2020), *«Barreras para planificar la jubilación y la vejez»*, https://legacymasassets.blob.core.windows.net/production-fincap-cms/files/000/000/524/original/Barriers_to_ret_MAPS_final.pdf. [38]

Moreno, C. (2025), «El impacto de los sistemas de pensiones en los mercados laborales con sector informal», *Documento de trabajo*, https://carlamoreno.org/files/jmp_moreno.pdf. [74]

Nakazawa, N. (2022), «Los efectos del aumento de la edad de acceso a la pensión pública sobre la oferta de mano de obra individual», *Journal of Human Resources*, vol. 60/1, pp. 102-128, https://doi.org/10.3368/jhr.0421-11627r1. [118]

Nest Insight (2025), *«Simplifying retirement savings for self-employed people»*, https://www.nestinsight.org.uk/wp-content/uploads/2025/06/Simplifying-retirement-savings-for-self-employed-people.pdf. [92]

Nest Insight (2022), *«Las aportaciones de las empresas a los planes de pensiones en el Reino Unido»*, https://www.nestinsight.org.uk/wp-content/uploads/2022/10/Employer-pension-contributions-in-the-UK.pdf. [48]

Nest Insight (2020), *Más allá de las opciones predeterminadas*, https://www.nestinsight.org.uk/wp-content/uploads/2020/11/Beyond-the-defaults.pdf. [141]

OCDE (2025), *Encuesta anual sobre incentivos financieros para el ahorro para la jubilación: Perfiles por países 2025*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/631aa80d-en. [52]

OCDE (2025), *Base de datos «Pensions at a Glance» de la OCDE*, https://data-explorer.oecd.org/s/568 (consultado el 24 de marzo de 2026). [6]

OCDE (2025), *«Pensions at a Glance 2025: Indicadores de la OCDE y del G-20»*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/e40274c1-en. [7]

OCDE (2024), «Evaluación del diseño de los incentivos financieros para el ahorro para la jubilación en los países de la OCDE», en *Perspectivas de las pensiones de la OCDE 2024: Mejorar las pensiones respaldadas por activos para obtener mejores resultados en la jubilación y sistemas de pensiones más resilientes*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/51510909-en. [53]

OCDE (2024), «Diseño de la fase de pago de las pensiones de aportación definida para satisfacer mejor las necesidades financieras durante la jubilación», en *Perspectivas de las pensiones de la OCDE 2024: Mejorar las pensiones respaldadas por activos para obtener mejores resultados en la jubilación y sistemas de pensiones más resilientes*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/51510909-en. [8]

OCDE (2024), «¿La inversión en los mercados de valores mejora los ingresos de jubilación de los afiliados a planes de pensiones de aportación definida?», en *Perspectivas de las pensiones de la OCDE 2024: Mejorar las pensiones respaldadas por activos para obtener mejores resultados de jubilación y sistemas de pensiones más resilientes*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/51510909-en. [159]

OCDE (2024), «Productos de liberación del valor de la vivienda para las personas mayores: oportunidades y retos», en *Perspectivas de las pensiones de la OCDE 2024: Mejorar las pensiones respaldadas por activos para obtener mejores resultados en la jubilación y sistemas de pensiones más resilientes*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/51510909-en. [61]

OCDE (2024), *Base de datos de la OCDE sobre vivienda asequible — indicador HM1.3: Regímenes de tenencia de la vivienda*, https://oe.cd/ahd. [59]

OCDE (2023), «Encuesta internacional de la OCDE/INFE de 2023 sobre la alfabetización financiera de los adultos», *Documentos de política empresarial y financiera de la OCDE*, n.º 39, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/56003a32-en. [40]

OCDE (2022), «La mejor manera de implicar a los empleadores en la oferta de planes de pensiones respaldados por activos», en *Perspectivas de las pensiones de la OCDE 2022*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/41f6fe2a-en. [49]

OCDE (2021), *Ladrillo a ladrillo: cómo construir mejores políticas de vivienda*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/b453b043-en. [60]

OCDE (2021), *«Hacia mejores resultados en el ahorro para la jubilación de las mujeres»*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/f7b48808-en. [16]

OCDE (2020), «Un marco para evaluar la adecuación de los ingresos de jubilación», en *Perspectivas de las pensiones de la OCDE 2020*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/67ede41b-en. [158]

OCDE (2020), «Aumentar el papel de los planes de ahorro para la jubilación de los trabajadores con formas de empleo atípicas», en *Perspectivas de las pensiones de la OCDE 2020*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/67ede41b-en. [113]

OCDE (2019), «¿Están bien diseñadas las pensiones de capitalización para adaptarse a las formas de trabajo atípicas?», en *«Pensions at a Glance 2019: Indicadores de la OCDE y del G-20»*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/b6d3dcfc-en. [17]

OCDE (2018), *Incentivos financieros y ahorro para la jubilación*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/9789264306929-en. [120]

OCDE (2018), «Mejorar los ingresos de jubilación teniendo en cuenta los sesgos conductuales y los conocimientos financieros limitados», en *Perspectivas de las pensiones de la OCDE 2018*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/pens_outlook-2018-8-en. [39]

OCDE (2014), «El ahorro para la jubilación y el papel de los planes de pensiones privados en la preparación para la jubilación», en *Perspectivas de las pensiones de la OCDE 2014*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/9789264222687-en. [9]

OCDE (2012), «Cobertura de los sistemas de pensiones privados: datos y opciones de política», en *Perspectivas de las pensiones de la OCDE 2012*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/9789264169401-en. [15]

ONS (2024), *Tramos de cotización de los empleados por grupo de edad y tipo de pensión: Tabla P5*, https://www.ons.gov.uk/employmentandlabourmarket/peopleinwork/workplacepensions/datasets/annualsurveyofhoursandearningspensiontablesemployeecontributionbandsbyagegroupandbypensiontypep5. [28]

ONS (2024), *Tramos de cotización del empleador por grupo de edad y tipo de pensión: Tabla P9*, https://www.ons.gov.uk/employmentandlabourmarket/peopleinwork/workplacepensions/datasets/annualsurveyofhoursandearningspensiontablesemployercontributionbandsbyagegroupandbypensiontypep9. [29]

Oxford Economics (2026), *«Higher auto-enrolment contributions, pension adequacy and economic outcomes»*, https://www.oxfordeconomics.com/resource/higher-auto-enrolment-contributions-pension-adequacy-and-economic-outcomes/.

Pardo, O. (2023), «Mandatory retirement savings in the presence of an informal labor market», *Journal of Population Economics*, vol. 36/4, pp. 2857-2888, https://doi.org/10.1007/s00148-023-00967-9. [5]

Pedersen, A. et al. (2018), «Los sindicatos y la política de pensiones de jubilación en Dinamarca y Noruega», *Transfer: European Review of Labour and Research*, vol. 24/1, pp. 109-122, https://doi.org/10.1177/1024258917748873. [73]

Pensions Policy Institute (2025), *Modelización de opciones de política de pensiones, análisis basado en el conjunto de datos de la Encuesta sobre Riqueza y Activos y en la modelización individual del PPI — actualizado para la actualización de 2025 del PLSA RLS—*, https://www.pensionspolicyinstitute.org.uk/research-library/research-reports/2025/modelling-of-pension-policy-options-updated-for-2025-plsa-rls-update/. [65]

Instituto de Política de Pensiones (2024), *Documento informativo sobre las cotizaciones en el marco de la inscripción automática*, https://www.pensionspolicyinstitute.org.uk/media/mwal1sfp/20240620-ae-contributions-briefing-paper-final.pdf. [62]

PensionStat.be (2025), *«Tasa de participación»*, https://www.pensionstat.be/fr/chiffres-cles/pension-complementaire/taux-de-participation. [54]

Pew (2025), «Los trabajadores sin acceso a prestaciones de jubilación tienen dificultades para acumular patrimonio», *informe temático*, https://www.pew.org/en/research-and-analysis/issue-briefs/2025/06/workers-without-access-to-retirement-benefits-struggle-to-build-wealth. [18]

Pfarr, C. y U. Schneider (2012), «Choosing between subsidized or unsubsidized private pension schemes: evidence from German panel data», *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 12/1, pp. 62-91, https://doi.org/10.1017/s1474747212000170. [43]

Proctor, D. y J. Young (2021), *«Aumento automático y tasas de ahorro en planes de contribución definida»*, https://institutional.vanguard.com/content/dam/inst/iig-transformation/insights/pdf/2022/automatic-escalation-and-dc-saving-rates.pdf. [140]

Ramadorai, T. (ed.) (2024), «Diseño de planes de pensiones según la teoría del consumo y el ahorro», *The Review of Financial Studies*, https://doi.org/10.1093/rfs/hhae061. [36]

Ramadorai, T. (ed.) (2024), «Digitalización y comportamiento en las aportaciones a planes de jubilación: evidencia a partir de datos administrativos», *The Review of Financial Studies*, vol. 37/8, pp. 2510-2549, https://doi.org/10.1093/rfs/hhae015. [115]

Reiff, J. et al. (2023), «Save More Today or Tomorrow: The Role of Urgency in Precommitment Design», *Journal of Marketing Research*, vol. 60/6, pp. 1095-1113, https://doi.org/10.1177/00222437231153396. [106]

Rubaltelli, E. y L. Lotto (2021), «Incentivar a los profesionales autónomos para que aumenten sus aportaciones a los fondos de pensiones de jubilación», *Judgment and Decision Making*, vol. 16/2, pp. 551-565, https://doi.org/10.1017/s1930297500008664. [96]

Ruthbah, U. y N. Pham (2020), *«El ahorro de los hogares y la garantía de jubilación»*, https://www.monash.edu/data/assets/pdf_file/0005/2406893/Household-Savings-and-the-Superannuation-Guarantee.pdf. [85]

Scarfe, R., D. Schaefer y T. Sulka (2024), «La incidencia de las pensiones de empresa: datos del sistema de inscripción automática del Reino Unido», *Documento de trabajo* n.º 2402, https://hdl.handle.net/10419/289841. [69]

Schmied, J. (2023), «La tasa de sustitución que mantiene la satisfacción con los ingresos durante la jubilación: la cuestión de la dependencia de los ingresos», *The Journal of the Economics of Ageing*, vol. 26, p. 100471, https://doi.org/10.1016/j.jeoa.2023.100471. [12]

Sigedis (2025), *La constitución de una pensión complementaria entre los asalariados en Bélgica: participación e importe de las cotizaciones en 2023*, https://www.pensionstat.be/file/cc73d96153bbd5448a56f19d925d05b1379c7f21/20a8ad78d927df7ad0d4a0d22451c2ec04356edf/rapport-thematique---la-constitucion-de-una-pension-complementaria-para-los-trabajadores-asalariados-en-Bélgica.pdf. [23]

Sigurdardóttir, E. (2023), *«¿Provocan los planes de ahorro obligatorios para la jubilación una acumulación de deuda? Un enfoque basado en el estudio de eventos»*, https://research.cbs.dk/en/studentProjects/do-mandatory-pension-savings-cause-debt-accumulation-an-event-stu/.

Smyrnis, G. et al. (2019), «Ahorro motivado: el impacto de las proyecciones en las intenciones de ahorro para la jubilación», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.3464813. [81]

Sobeck, K. y R. Breunig (2026), «Incentivos al ahorro para la jubilación para personas con ingresos bajos y medios: ¿Cambia el comportamiento la aportación complementaria financiada por el Estado?*», *Economic Record*, vol. 102/337, pp. 208-226, https://doi.org/10.1111/1475-4932.70032. [146]

Statistics Canada (2023), «Tendencias recientes en las aportaciones de las familias a tres cuentas de ahorro registradas», *Serie de documentos de investigación sobre la renta*, https://www150.statcan.gc.ca/n1/pub/75f0002m/75f0002m2023008-eng.htm#n3-refa. [130]

Suh, E. (2020), *«Ahorro para la jubilación y acumulación de patrimonio de los adultos jóvenes en Gran Bretaña: un estudio cuantitativo»*, https://etheses.lse.ac.uk/4135/1/Suh Younger-adults-retirement.pdf. [32]

Comisión de Jubilación de Te Ara Ahunga Ora (2025), *«KiwiSaver Employer Contribution Insights 2025»*, https://assets.retirement.govt.nz/public/Uploads/Retirement-Income-Policy-Review/2025-RRIP/KiwiSaver-Employer-Contribution-Insights.pdf. [156]

Comisión de Jubilación de Te Ara Ahunga Ora (2025), *«KiwiSaver: análisis de la distribución de las aportaciones del Gobierno en 2025»*, https://assets.retirement.govt.nz/public/Uploads/Retirement-Income-Policy-Review/2025-RRIP/KiwiSaver-Government-Contribution-Distributional-Analysis-2025.pdf. [47]

[137]

Comisión de Jubilación Te Ara Ahunga Ora/Hnry (2025), *«Mejorar los ahorros para la jubilación de los autónomos»*, https://assets.retirement.govt.nz/public/Uploads/Improving-the-retirement-savings-of-the-self-employed_Final.pdf. [21]

Thaler, R. y S. Benartzi (2004), «Save More Tomorrow™: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving», *Journal of Political Economy*, vol. 112/S1, pp. S164-S187, https://doi.org/10.1086/380085. [98]

Thaler, R. y C. Sunstein (2008), *Nudge: Mejorar las decisiones sobre salud, riqueza y felicidad*, Yale University Press, https://yalebooks.yale.edu/book/9780300262285/nudge/. [87]

Trampusch, C. (2013), «Employers and collectively negotiated occupational pensions in Sweden, Denmark and Norway: Promoters, vacillators and adversaries», *European Journal of Industrial Relations*, vol. 19/1, pp. 37-53, https://doi.org/10.1177/0959680112474882. [64]

Transamerica Institute (2026), *«Menos de la mitad de los trabajadores estadounidenses conocen la deducción fiscal para los ahorradores de jubilación»*, https://www.transamericainstitute.org/in-the-news/press-releases/details/less-than-half-of-workers-know-about-tax-credit-for-retirement-savers. [126]

Vanguard (2025), *«How America Saves 2025»*, https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/research/pdf/how_america_saves_report_2 025.pdf.

Vižintin, Ž. y S. Peksevim (2021), «Cómo aumentar tus ahorros mientras gastas», *Behavioral Scientist*, https://behavioralscientist.org/how-to-increase-your-savings-while-spending/. [30]

Wolf, I. y Lorena (2021), «La adecuación de las prestaciones en los sistemas de pensiones por capitalización: microsimulación del régimen de pensiones israelí», *International Journal of Economics and Business Administration*, vol. IX/núm. 2, pp. 143-164, https://doi.org/10.35808/ijeba/694. [116]

Wood, S. y C. Morewedge (eds.) (2024), «Los efectos beneficiosos y perjudiciales de la simplificación en el ahorro para la jubilación», *Journal of Consumer Research*, vol. 52/n.º 2, pp. 244-265, https://doi.org/10.1093/jcr/ucae067. [2]

WPI Economics (2023), *«Raising the bar: A framework for increasing auto-enrolment contributions»*, https://wpieconomics.com/publications/raising-the-bar/. [144]

Yin, Y., A. Chen y A. Munnell (2024), «El Índice Nacional de Riesgo de Jubilación: una actualización a partir de la SCF de 2022», *Issue in Brief* 24-5, https://crr.bc.edu/the-national-retirement-risk-index-an-update-from-the-2022-scf/. [160]

Yin, Y., A. Chen y A. Munnell (2023), «El Índice Nacional de Riesgo de Jubilación: Versión 2.0», *Issue in Brief* 23-10, https://crr.bc.edu/the-national-retirement-risk-index-version-2-0/. [3]

[13]

Notas

[1] El análisis abarca todos los países de la OCDE, así como Bulgaria, Croacia y Rumanía.

[2] En el caso de Nueva Zelanda y el Reino Unido, los regímenes voluntarios con un mecanismo de inscripción automática se consideran cuasi-obligatorios para los trabajadores y, por lo tanto, se incluyen en los ingresos de jubilación previstos del sistema de pensiones obligatorio, ya que cubren a más del 85 % de la población objetivo.

[3] Estas hipótesis se ajustan a las utilizadas en la base de datos «Pensions at a Glance» de la OCDE para garantizar la coheren con las tasas de sustitución brutas teóricas empleadas.

[4] Por el contrario, es probable que las diferencias en las cotizaciones estimadas para los trabajadores suizos estén sobrevaloradas, ya que los tipos de cotización en los planes de pensiones profesionales obligatorios suelen ser superiores al mínimo legal. En consecuencia, los trabajadores suelen acumular derechos de pensión más elevados que los reflejados en las tasas de sustitución teóricas utilizadas en este análisis. Estas cotizaciones adicionales varían según los fondos de pensiones y, por lo tanto, son difíciles de modelizar e .

[5] En Bélgica, el sistema de pensiones complementario se clasifica generalmente como voluntario, aunque la participación es obligatoria para algunos trabajadores, como los cubiertos por planes de pensiones sectoriales.

[6] Entre los afiliados de 55 años o más, entre el 19 % y el 20 % aportaban un 4 %, lo que podría deberse a que el 4 % era la tasa por defecto hasta abril de 2009.

[7] Las cotizaciones a los planes de pensiones en algunos países también financian prestaciones por discapacidad o invalidez, así como otras prestaciones de seguridad social .

[8] En Nueva Zelanda, el Gobierno realiza una aportación equivalente a la del empleador para los beneficiarios del permiso parental remunerado (PPL) que opten por continuar con las deducciones de KiwiSaver de sus pagos del PPL, a partir del 1 de julio de 2024.

[9] La cuenta de ahorro para la jubilación (Altersvorsorgedepot) recientemente introducida, sin garantía obligatoria, tiene por objeto subsanar las deficiencias de los planes Riester y hacer que el sistema de pensiones subvencionado fiscalmente resulte más atractivo, ofreciendo mayor flexibilidad, menores costes y un mejor potencial de rentabilidad a largo plazo.

[10] En la medida de lo posible, el análisis se basa en estudios empíricos de la bibliografía especializada para evaluar la eficacia de las diferentes políticas en cuanto a los niveles de cotización.

[11] En el caso de los asalariados con una remuneración bruta anual superior a 27 000 EUR, la deducción fiscal se aplica únicamente a la parte proporcional. La misma deducción se aplica a los trabajadores autónomos con empleados (empresarios sujetos al impuesto sobre la renta de las personas físicas).

[12] El experimento permitió a los participantes seleccionar una tasa de cotización inicial, una tasa de incremento de dicha tasa (0,5, 1, 1,5 o 2 p.p.), un período de incremento (anual o cada dos años) y una tasa de cotización máxima (del 3,5 % al 10 %).

[13] En Estados Unidos, la disposición de «recuperación» eleva el límite de aportación para las personas de 50 años o más.

[14] En un plan con tributación inmediata, las aportaciones no son deducibles fiscalmente, mientras que los rendimientos de las inversiones y las prestaciones de jubilación están exentos de impuestos. Por el contrario, en un plan con tributación diferida, las aportaciones son deducibles fiscalmente, los rendimientos de las inversiones están exentos de impuestos y las prestaciones de jubilación están sujetas a impuestos.

[15] A partir de 2027, el «Saver's Credit» será sustituido por el «Saver's Match», una contribución de contrapartida del Gobierno e .

[16] El derecho máximo se reduce progresivamente, a un ritmo constante, hasta llegar a cero entre los umbrales de renta mínimo y máximo. Por lo tanto, las personas con una renta superior al umbral de renta máximo no tienen derecho, , a la aportación complementaria del Gobierno.

[17] Los parámetros del programa de cofinanciación en Australia han cambiado varias veces desde su creación. En concreto, la tasa de contrapartida ha variado, alcanzando valores del 50 %, el 100 % y el 150 % según los años. Dado que la aportación individual máxima a la que el Gobierno aporta una contrapartida se ha mantenido en 1 000 AUD durante todo este tiempo, el derecho máximo ha sido de 500 AUD, 1 000 AUD o 1 500 AUD , según los años.

[18] Las personas con rentas más elevadas siguen teniendo un incentivo para aportar por encima del umbral de contrapartida debido a la posibilidad de deducir las aportaciones de la base imponible en Estados Unidos.

[19] Las fórmulas de aportación equivalente de un solo nivel pueden seguir siendo preferibles a los incentivos fiscales cuando el objetivo es fomentar el ahorro para la jubilación entre diferentes grupos de ingresos, ya que las personas con bajos ingresos que no tienen obligación tributaria pueden seguir beneficiándose de las aportaciones equivalentes, mientras que no se benefician de los incentivos fiscales.

[20] Por ejemplo, consideremos a un empleado con ingresos elevados que puede aportar el 8 % de su salario y a un empleado con ingresos bajos que solo puede permitirse una tasa de aportación del 4 %. Con una tasa de contrapartida del 50 % hasta el 8 % del salario, el empleado con ingresos elevados recibiría la aportación de contrapartida máxima del empleador, equivalente al 4 % del salario, mientras que el empleado con ingresos bajos solo recibiría una aportación de contrapartida del empleador del 2 % del salario. Con una tasa de contrapartida del 100 % sobre el primer 3 % del salario y del 50 % sobre el siguiente 2 % del salario, el empleado con ingresos elevados seguiría recibiendo la contrapartida máxima de la empresa del 4 %, mientras que el empleado con ingresos bajos recibiría ahora un e al 3,5 % del salario por parte de la empresa.

[21] La Comisión Europea utiliza el término «servicios de seguimiento de pensiones» para referirse a los paneles de control de pensiones.

3 Integración de los riesgos de sostenibilidad en los procesos de inversión por parte de los inversores en pensiones y seguros

Este capítulo ofrece una visión de cómo los inversores de fondos de pensiones y de seguros integran en sus procesos de inversión y gestión de riesgos aquellos riesgos que pueden afectar a la sostenibilidad a largo plazo de sus carteras. Analiza el contexto normativo y otros factores que impulsan a estos inversores a tener en cuenta los riesgos de sostenibilidad, así como los retos a los que se enfrentan al hacerlo. También examina cómo se están adaptando los marcos institucionales y de gobernanza, y cómo los inversores abordan e integran en la práctica las consideraciones de sostenibilidad.

La integración de los riesgos que pueden afectar a la sostenibilidad a largo plazo de las carteras de los inversores de fondos de pensiones y de seguros se está generalizando cada vez más en los procesos y decisiones de inversión, ya que estos riesgos pueden tener implicaciones significativas para la rentabilidad a largo plazo de las carteras. Los marcos normativos y otras medidas destinadas a apoyar la integración de los riesgos de sostenibilidad han evolucionado rápidamente y han constituido un factor clave para que los inversores de fondos de pensiones y de seguros tengan en cuenta estos riesgos en sus procesos de inversión. Los marcos institucionales y de gobernanza de estos inversores también se han ido adaptando para dar cabida a estos cambios, de modo que la consideración sistemática de estos riesgos se ha integrado en el proceso de inversión.

El objetivo de este capítulo es comprender mejor cómo los inversores de fondos de pensiones y de seguros están integrando estos riesgos de sostenibilidad en sus procesos de inversión y de gestión de riesgos, así como los factores que les impulsan a hacerlo. Ofrece información a los reguladores y supervisores sobre los retos a los que se enfrentan estos inversores y sobre cómo conciben y aplican en la práctica las consideraciones de sostenibilidad. La información incluida se basa en gran medida en entrevistas con partes interesadas de fondos de pensiones y de seguros que participan en los procesos de inversión.[1]

El análisis se centra en los factores impulsores y los procesos de integración. La primera sección describe las medidas pertinentes que tienen en marcha los inversores de fondos de pensiones y de seguros para incorporar los riesgos que afectan a la sostenibilidad a largo plazo de sus carteras, con el fin de ofrecer un contexto del entorno en el que operan. La segunda sección destaca cómo estos inversores abordan la sostenibilidad en el contexto de sus estrategias de inversión y los factores que les impulsan a integrar aún más estas consideraciones en sus procesos de inversión. La tercera sección analiza cómo están adaptando sus marcos institucionales y de gobernanza para integrar mejor la consideración de los riesgos de sostenibilidad. La cuarta sección examina con mayor detalle el grado de « » con el que están integrando estos riesgos en sus procesos de inversión en la práctica, aportando casos prácticos para ilustrar los aspectos tratados. La sección final presenta las conclusiones.

3.1. Medidas relevantes para que los inversores de fondos de pensiones y de seguros incorporen en sus procesos de inversión los riesgos que afectan a la sostenibilidad a largo plazo de sus carteras

Los marcos normativos y las medidas destinadas a incorporar los riesgos que afectan a la sostenibilidad a largo plazo de las carteras de los inversores de fondos de pensiones y de seguros han evolucionado rápidamente. Para comprender los enfoques y el grado en que estos inversores integran las consideraciones de sostenibilidad en la práctica, resulta útil conocer primero el entorno normativo en el que operan y los marcos y herramientas de que pueden disponer.

Las jurisdicciones han introducido numerosas medidas para exigir, facilitar o normalizar la forma en que los inversores de fondos de pensiones y de seguros integran los riesgos de sostenibilidad en sus procesos de inversión. Dichas medidas, que se describen en la tabla 3.1, desempeñan un papel importante a la hora de determinar cómo los inversores tienen en cuenta e incorporan estos riesgos. El análisis que aquí se presenta utiliza la información recopilada por la OCDE sobre las medidas que las jurisdicciones han aplicado para incorporar factores de riesgo ambiental, social y de gobernanza en las inversiones de seguros y pensiones.[2] Esta información ofrece una visión de la evolución mundial y del establecimiento de normas relevantes para los inversores de seguros y pensiones, y permite comparar los enfoques entre las distintas jurisdicciones.

Tabla 3.1. Medidas para incorporar factores de riesgo ambiental, social y de gobernanza en las inversiones de seguros y pensiones

Medida		Descripción
Integración	Divulgación de políticas	Requisito obligatorio de divulgar si se tienen en cuenta los riesgos de sostenibilidad en los procesos de inversión y gestión de riesgos, y de qué manera.
	Requisito de integración	La integración obligatoria de los riesgos de sostenibilidad en los procesos o políticas de inversión.
	Divulgación de información corporativa	Requisitos de divulgación para empresas o emisores destinados a aumentar la cantidad y/o la calidad de la información sobre riesgos de sostenibilidad a disposición de los inversores para la toma de decisiones de inversión.
Normas y definiciones	Taxonomías	Definiciones y criterios normalizados que se utilizan para determinar si las actividades económicas pueden considerarse sostenibles.
	Marcos de información estandarizados	Marcos de información estandarizados y métricas diseñadas para orientar la divulgación de información sobre sostenibilidad, con el fin de garantizar la comparabilidad y la fiabilidad de la información relacionada con la sostenibilidad facilitada por las entidades.
	Información sobre productos	Requisitos de divulgación para los productos de inversión en pensiones y de seguros, con el fin de detallar cómo se han tenido en cuenta los riesgos de sostenibilidad se han tenido en cuenta en su diseño, estrategia o gestión.
	Etiquetas	Requisitos para que los productos de inversión puedan ser etiquetados o denominados como sostenibles.

Fuente: OCDE (2026[1]), *Base de datos de la OCDE sobre medidas para incorporar factores de riesgo ambiental, social y de gobernanza en las inversiones de seguros y pensiones*, https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/topics/policy-issues/pensions-and-insurance/Database-of-Sustainable-Investment-Measures-for-Insurance-and-Pensions.xlsx

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros suelen estar sujetos a requisitos específicos sobre si deben tener en cuenta los riesgos de sostenibilidad en sus decisiones de inversión y de qué manera. A los fondos de pensiones se les exige con mayor frecuencia que revelen si incorporan estos riesgos en sus procesos de inversión y de gestión de riesgos, y de qué manera lo hacen, incluso aunque no estén obligados a ello. Este es el caso de los fondos de pensiones de Canadá (Ontario), Colombia, Israel y Suiza. Las compañías de seguros de Israel también están obligadas a revelar cualquier consideración relacionada con la sostenibilidad.

Sin embargo, los requisitos están pasando cada vez más de la simple divulgación a exigir que los fondos de pensiones y las compañías de seguros integren los riesgos de sostenibilidad en sus procesos de inversión. La figura 3.1 muestra que 41 de las 53 jurisdicciones evaluadas establecen algún requisito para que los inversores de fondos de pensiones o de seguros integren los riesgos de sostenibilidad en sus procesos de inversión y gestión de riesgos.[3] De ellas, tres cuentan con requisitos aplicables únicamente a los fondos de pensiones y dos a las aseguradoras, pero no a los fondos de pensiones. Además, seis jurisdicciones cuentan con políticas de exclusión obligatorias que prohíben la inversión en determinados sectores, lo que suele aplicarse a todos los inversores. Francia es el único país que exige que los fondos de pensiones de empresa ofrezcan una opción de inversión sostenible a sus afiliados.

Figura 3.1. Jurisdicciones que cuentan con requisitos para integrar los riesgos de sostenibilidad en los procesos de inversión y gestión de riesgos

Jurisdiction	Pensions	Insurance	Asset managers	Mandatory exclusion
Argentina				
Australia	●			
Austria	●	●		
Belgium	●	●	●	●
Brazil	●	●		
Canada				
Chile	●			
Chinese Taipei		●		
Colombia	●	●		
Costa Rica				
Egypt				
European Union	●	●	●	
France	●	●	●	
Greece	●			
Hong Kong, China	●	●	●	
Iceland	●	●	●	
India				
Indonesia	●	●	●	
Ireland	●	●	●	●
Israel				
Italy	●	●	●	●
Japan				
Korea				
Luxembourg	●	●	●	●
Mexico	●	●		
Netherlands	●	●	●	
New Zealand				
Norway	●			●
Peru	●	●		
South Africa	●	●		
Spain	●	●	●	●
Switzerland		●	●	
Thailand				
Türkiye				
United Kingdom	●	●		
United States				

Nota: Los requisitos indicados bajo el epígrafe «Unión Europea» se aplican a los 27 Estados miembros de la UE. Las jurisdicciones enumeradas en la tabla están incluidas en la *base de datos de la OCDE sobre medidas para incorporar factores de riesgo ambiental, social y de gobernanza en las inversiones de seguros y pensiones,* salvo los Estados miembros de la UE que no aplican requisitos adicionales. En Noruega, las exclusiones obligatorias de empresas implicadas en faltas graves de carácter ambiental o social se aplican únicamente al Fondo de Pensiones del Gobierno de Noruega (Norwegian Government Pension Fund Global). Las jurisdicciones que no cuentan con requisitos no figuran en la tabla.

Fuente: OCDE (2026[1]), *Base de datos de la OCDE sobre medidas para incorporar factores de riesgo medioambiental, social y de gobernanza en las inversiones de seguros y pensiones,* https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/topics/policy-issues/pensions-and-insurance/Database-of-Sustainable-Investment-Measures-for-Insurance-and-Pensions.xlsx

Los requisitos de divulgación de información empresarial sobre sostenibilidad son ya la norma en toda la OCDE. Sin embargo, dichos requisitos suelen aplicarse únicamente a las empresas que cotizan en bolsa o a las grandes empresas, y ofrecen mayor flexibilidad a las empresas más pequeñas. Todos los miembros de la OCDE han implantado o van a implantar requisitos de divulgación de información empresarial relacionados con la sostenibilidad. Treinta de ellos exigen además la divulgación de indicadores relacionados con la sostenibilidad, y tres recomiendan a las empresas que lo hagan (OCDE, 2025[2]).

Las taxonomías son un sistema de clasificación que permite definir qué actividades económicas se consideran sostenibles. Normalmente incluyen objetivos claramente definidos, detalles de las actividades económicas que contribuyen a dichos objetivos y criterios para determinar si la actividad puede considerarse sostenible en relación con ese objetivo. Como tales, pueden proporcionar una visión común de lo que significa la sostenibilidad y ofrecer a los inversores mayor certeza sobre si la inversión elegida se ajusta a sus propias prioridades y objetivos. De este modo, también pueden ayudar a prevenir el «greenwashing», es decir, cuando un producto financiero se comercializa como sostenible sin serlo necesariamente, ya que las afirmaciones sobre sostenibilidad pueden verificarse más fácilmente. De las 53 jurisdicciones incluidas en la base de datos de la OCDE sobre medidas para incorporar factores de riesgo ESG en las inversiones en seguros y pensiones, 41 cuentan con su propia taxonomía o, en el caso de los Estados miembros de la UE, aplican un marco regional común (OCDE, 2026[1]). Algunas taxonomías, como la Taxonomía Sostenible de México y el borrador de la Taxonomía Sostenible de Brasil, van más allá al integrar prioridades sociales y de desarrollo junto con los objetivos medioambientales tradicionales. Las taxonomías más recientes han tenido a menudo como objetivo alinearse con las taxonomías existentes de jurisdicciones adyacentes, como es el caso de Islandia, Turquía y el Reino Unido con respecto a la taxonomía de la UE.

Las etiquetas tienen por objeto garantizar a los clientes que los productos que se comercializan como sostenibles incorporan efectivamente criterios de sostenibilidad en su estrategia de inversión y van de la mano de una información sobre el producto que demuestre que los productos de inversión cumplen los criterios exigidos para la etiqueta. Su objetivo es aportar mayor transparencia sobre cómo se tienen en cuenta estos riesgos y evitar el «greenwashing». Las etiquetas pueden centrarse en un aspecto específico de la sostenibilidad, permitir varias categorías dentro de la misma y, en ocasiones, exigir una certificación independiente para que los productos puedan utilizarlas.

Varias jurisdicciones han introducido normas para garantizar que las etiquetas de sostenibilidad sean significativas y no indiquen a error. Los sistemas basados en etiquetas o de tipo certificativo exigen que los fondos de inversión cumplan criterios de sostenibilidad definidos, apliquen exclusiones y faciliten información transparente, y suelen estar respaldados por una verificación independiente. Otras (por ejemplo, Brasil, la Unión Europea, la República Eslovaca, Tailandia, el Reino Unido y Estados Unidos) han introducido normativas de denominación que controlan el uso de terminología relacionada con la sostenibilidad, exigiendo que los productos que utilicen dichos términos inviertan realmente de acuerdo con la terminología empleada y revelen claramente cómo se integran las consideraciones de sostenibilidad. En general, a pesar de las diferencias en los requisitos concretos, la tendencia regulatoria común en todas las jurisdicciones es reforzar la transparencia, la comparabilidad y la credibilidad de las declaraciones de sostenibilidad.

Un número cada vez mayor de jurisdicciones está adoptando marcos de información estandarizados para la información relacionada con la sostenibilidad. Estos tienen por objeto proporcionar a los inversores datos comparables, fiables y financieramente relevantes que puedan integrarse en las evaluaciones de riesgo y en los procesos de toma de decisiones de inversión. A pesar de los numerosos marcos disponibles, se ha producido una fuerte convergencia mundial hacia la adopción de las Normas de Información sobre Sostenibilidad de las NIIF del Consejo Internacional de Normas de Sostenibilidad (ISSB). Las NIIF S1 y S2 establecen una base de referencia global para la información sobre sostenibilidad al definir requisitos generales para la divulgación de información financiera relacionada con la sostenibilidad (S1) y requisitos específicos de divulgación relacionados con el clima (S2). Treinta y nueve jurisdicciones ya han hecho obligatoria su adopción, han iniciado procesos de armonización o han desarrollado normas nacionales de sostenibilidad basadas directamente en las NIIF S1 y S2 (NIIF, 2026[3]). Paralelamente, los marcos regionales, como las Normas Europeas de Información sobre Sostenibilidad (ESRS) de la Unión Europea, representan otro pilar fundamental en el panorama mundial de la información. Aunque conceptualmente alineadas con los esfuerzos internacionales, las ESRS reflejan el enfoque regulador específico de la Unión Europea, caracterizado por la doble materialidad y un ámbito de divulgación más amplio en el marco de la Directiva sobre la información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD).

3.2. Factores que impulsan la integración de los riesgos que afectan a la sostenibilidad de las carteras en los procesos de inversión

La regulación es uno de los principales factores que impulsan la integración de los riesgos que afectan a la sostenibilidad de las carteras en los procesos de inversión, con retos y consideraciones particulares relevantes para los inversores de fondos de pensiones y de seguros. Sin embargo, hay muchos otros factores que también influyen en la consideración de estos riesgos por parte de los inversores de fondos de pensiones y de seguros a la hora de tomar sus decisiones de inversión. Entre ellos se incluyen los resultados financieros, las preocupaciones en torno a la imagen y la reputación e , las preferencias de los afiliados o clientes, la competencia y las prácticas de mercado, las diferencias estructurales y, por último, las normas y valores sociales.

3.2.1. Regulación

La regulación ha sido un importante factor impulsor de la integración de los riesgos de sostenibilidad en la inversión. El 30 % de los signatarios de los Principios para la Inversión Responsable (PRI) indican que tomaron medidas en materia de sostenibilidad en respuesta a la evolución de la legislación y la normativa (PRI, 2025[4]). Una encuesta realizada por el CFA Institute en Europa reveló que el 60 % de los gestores de activos consideraba que la regulación era uno de los principales factores que les impulsaba a tener en cuenta los factores vinculados a la sostenibilidad en sus estrategias y productos de inversión. Otra encuesta realizada a una selección de inversores institucionales del Reino Unido reveló que el 70 % consideraba que la regulación era el principal factor impulsor de la integración (Barnett Waddingham LLP, 2025[5]).

Existe consenso entre los entrevistados en que los requisitos de divulgación de información corporativa y la mayor transparencia que han aportado han sido muy beneficiosos para la capacidad de los inversores de integrar los riesgos de sostenibilidad en sus decisiones de inversión. Varios inversores de fondos de pensiones y de seguros consideraron que la divulgación podría ir aún más allá, exigiendo en algunos casos datos más detallados o datos sobre ámbitos que resultan más difíciles de evaluar para los inversores, como la biodiversidad, las cadenas de suministro y el cumplimiento fiscal. Otros, sin embargo, advirtieron de que quizá sea aún pronto para ir demasiado lejos con requisitos estandarizados antes de que exista un mayor consenso en todo el sector sobre las medidas y métricas más útiles.

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros también han acogido en gran medida con satisfacción los requisitos de divulgación en materia de sostenibilidad, considerándolos positivos para sus esfuerzos por integrar en sus propios procesos de inversión los riesgos que afectan a la sostenibilidad de sus carteras. Varios inversores señalaron que el mero hecho de tener que divulgar sus propias prácticas les servía de incentivo para ir más allá y asegurarse de que sus procesos y procedimientos fueran sólidos. Una regulación más estricta impulsó a quienes ya estaban integrando los riesgos de sostenibilidad en sus procesos de inversión a formalizar este enfoque en sus estructuras de gobernanza. En algunos casos, los inversores se han mostrado proactivos a la hora de anticiparse a una regulación adicional, especialmente en América Latina, prefiriendo desarrollar procesos y procedimientos sólidos con antelación en lugar de verse obligados a cumplir con la normativa más adelante. Sin embargo, otros señalaron que muchos no tomarían ninguna medida en materia de sostenibilidad a menos que la regulación les obligara a hacerlo.

Los inversores de fondos de pensiones y seguros también han acogido con satisfacción los marcos de información estandarizados, como las NIIF S1 y S2, para mejorar la comparabilidad y la comprensibilidad de la información divulgada. Incluso cuando el uso de dichos marcos no es obligatorio, las empresas suelen recurrir a ellos de forma voluntaria, ya que proporcionan un lenguaje común para la presentación de informes. Las taxonomías han ayudado además a los inversores a evaluar los objetivos comunicados y las ambiciones de las empresas en relación con sus metas de sostenibilidad.

Aunque muchas de estas iniciativas normativas se consideran en general positivas, siguen existiendo numerosos retos para garantizar un marco normativo eficaz. Otros retos son más específicos del sector de los seguros y las pensiones, como la interpretación del deber fiduciario y su compatibilidad con la integración de los riesgos que pueden afectar a la sostenibilidad de sus carteras de inversión.

Retos normativos

Entre los retos normativos que han destacado los inversores figuran la falta de claridad y coherencia, la complejidad, el compromiso político y la fragmentación de la normativa.

Los inversores de fondos de pensiones y del sector de los seguros consideran que la información sobre sostenibilidad debe mejorarse en lo que respecta a las definiciones y a la relevancia de la información facilitada. La información facilitada no siempre es comparable. Una encuesta realizada a 350 inversores institucionales reveló que el 80 % consideraba que los informes de sostenibilidad necesitaban una mayor comparabilidad (EY, 2024[6]). Además, a menudo no existen umbrales claros sobre la materialidad de la información que debe divulgarse, lo que lleva a las empresas a divulgar demasiada información, incluida aquella que no es necesariamente significativa para los inversores.

La falta de confianza de los inversores en la información divulgada también suscita preocupaciones en torno al «greenwashing», y el 85 % indica que el problema se ha agravado en los últimos cinco años (EY, 2024[6]). Los inversores han expresado un amplio apoyo a las auditorías externas de la información sobre sostenibilidad para mejorar la calidad y la comparabilidad de los datos. El 64 % de los inversores encuestados se mostró a favor de las auditorías independientes de la información divulgada conforme al ISSB y a la CSRD (EY, 2024[6]). Cada vez son más los países que adoptan este tipo de medidas. Nueva Zelanda, Noruega y Turquía ya han adoptado requisitos de garantía limitada, y otras 27 jurisdicciones de la OCDE tienen previsto hacerlo. Colombia, México y España tienen previsto adoptar requisitos de garantía razonable al nivel exigido para la auditoría de los estados financieros (OCDE, 2025[2]). Australia está llevando a cabo actualmente un proceso de consulta sobre posibles modificaciones de su enfoque actual, que consiste en una aplicación escalonada de los requisitos de garantía para diferentes grupos de empresas (Tesorería de Australia, 2026[7]).

Varios inversores de fondos de pensiones y de seguros de América Latina expresaron su descontento por la falta de definiciones claras sobre la información que divulgan las empresas. La calidad de la información presentada por las empresas locales tiende a ser deficiente, especialmente en el caso de las empresas más pequeñas, y existen diferentes interpretaciones de la información que debe divulgarse, que no siempre son comparables. Además, los reguladores y supervisores no siempre proporcionan las aclaraciones y orientaciones necesarias.

En Europa, el Reglamento sobre la divulgación de información relativa a las finanzas sostenibles (SFDR) ha sido objeto de numerosas críticas por no ofrecer definiciones y normas suficientemente claras. En concreto, existía confusión en torno a la interpretación y el uso en el mercado de los artículos 8 y 9, que se utilizaban cada vez más como etiquetas de productos de facto, a pesar de no haber sido concebidos para ese fin.[4] Con el tiempo, este sistema de etiquetado informal contribuyó a que las clasificaciones fueran incoherentes, suscitó preocupaciones sobre el «greenwashing» y limitó la comparabilidad para los inversores finales. Dichas críticas llevaron a la Comisión Europea a presentar, en noviembre de 2025, una propuesta de revisión del Reglamento sobre la divulgación de información relativa a la financiación sostenible (a menudo denominado «SFDR 2.0»). La propuesta de la Comisión sustituye los artículos 8 y 9 por un sistema voluntario de tres categorías: «Sostenible», «De transición» y «ESG básico». Estas categorías tienen por objeto establecer distinciones más claras en torno a la ambición de sostenibilidad, al tiempo que simplifican la divulgación de información a nivel de producto y limitan el uso de términos relacionados con la sostenibilidad. No obstante, la propuesta aún debe ser negociada y adoptada por el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE (Comisión Europea, 2025[8]; Robinson-Tillett, 2025[9]).

Si bien es importante contar con definiciones claras, la aplicación de normas inflexibles puede tener un impacto negativo en la disposición de los inversores a comprometerse públicamente con la inversión sostenible, incluso cuando la están practicando, una tendencia conocida comúnmente como «greenhushing». Los inversores de fondos de pensiones y de seguros se han hecho eco, en general, de la necesidad de una mayor colaboración con el sector y de directrices de comunicación que ayuden a los inversores a cumplir la normativa y a evitar el «greenwashing». El fenómeno del «greenhushing» se ha observado en Australia, donde las medidas coercitivas contra el «greenwashing» adoptadas por el regulador ASIC se han dirigido principalmente contra inversores institucionales, algunos de los cuales se muestran ahora más cautelosos en sus comunicaciones sobre la consideración de los riesgos de sostenibilidad en sus estrategias de inversión. Los inversores de fondos de pensiones en Europa también expresaron su preocupación por la posible responsabilidad legal, lo que les ha llevado a restar importancia al grado en que sus ofertas de fondos tienen en cuenta los factores de sostenibilidad, al tiempo que señalaban que este no era el caso de todos sus competidores. Las leyes antimonopolio también pueden suponer un obstáculo para las alianzas «net zero», ante la preocupación de que la acción colectiva pueda

ser anticompetitiva (Dhondt, Chadd y Rocha, 2025[10]). Recientemente, varios grandes inversores de fondos de pensiones y aseguradoras se han retirado de sus compromisos de «cero emisiones netas» debido a la incertidumbre normativa. La Junta de Inversiones del Plan de Pensiones de Canadá (CPPIB) puso fin a su compromiso de «cero emisiones netas» tras los cambios introducidos en la Ley de Competencia de Canadá, que exigen a las entidades demostrar cualquier afirmación medioambiental (Robinson-Tillett, 2025[11]). Sin embargo, los responsables de la CPPIB han indicado que este cambio no afecta a otras medidas relacionadas con el clima que está adoptando y ha anunciado recientemente una ampliación de la información sobre la huella de carbono de su cartera. Munich Re se retiró de varias alianzas y coaliciones de «cero emisiones netas» debido a requisitos normativos contradictorios.

Otro reto es la falta de coherencia en las definiciones y requisitos entre las distintas normativas, incluso dentro de una misma jurisdicción. En Europa, las partes interesadas han destacado inconsistencias entre el SFDR, la Taxonomía de la UE, el Reglamento de la UE sobre índices de referencia y la Directiva sobre información de sostenibilidad de las empresas (CSRD) (Boni y Scheitza, 2025[12]). Por ejemplo, no existe una definición clara y común de sostenibilidad entre el SFDR y la Taxonomía de la UE. Además, los requisitos de divulgación para los proveedores de índices de referencia no han sido suficientes para que los usuarios de dichos índices puedan cumplir sus propios requisitos de información en virtud del SFDR. Por otra parte, las normativas no se aplican de manera uniforme a lo largo de toda la cadena de inversión. Se espera que la normativa recientemente adoptada para los proveedores de calificaciones ESG reduzca la responsabilidad exclusiva de los inversores a la hora de garantizar que estos resultados sean adecuados para su finalidad, al exigir a los proveedores que divulguen metodologías, modelos, hipótesis y fuentes de datos.

Los requisitos de divulgación también pueden resultar excesivamente complejos y exigir demasiados recursos para su cumplimiento. Los inversores de fondos de pensiones y de seguros consideran que la información exigida no siempre es necesariamente útil o relevante a nivel de cartera o para diferentes países o regiones. Además, dados los recursos necesarios para cumplir con los requisitos, estos corren el riesgo de convertirse en un mero ejercicio de marcar casillas, especialmente para las empresas más pequeñas y en los mercados emergentes, lo que pone de relieve la importancia de la proporcionalidad y la consideración del contexto local. En un esfuerzo por reducir las cargas de cumplimiento, la revisión del SFDR en Europa pretende eliminar las divulgaciones a nivel de entidad que antes se exigían, lo que refleja el objetivo político general de racionalizar la normativa en materia de sostenibilidad y reducir la complejidad de la presentación de informes.

Es necesario realizar esfuerzos adicionales para garantizar que los requisitos de divulgación de información sobre los productos sean eficaces y comprensibles para su público objetivo. Los consumidores minoristas, por lo general, no comprenden la información proporcionada por las divulgaciones de información sobre la sostenibilidad de los productos, como el SFDR. Una encuesta realizada a inversores minoristas en Europa reveló que el 45 % manifestaba una mayor confusión debido a la cantidad y la complejidad de la información que se les facilitaba a la hora de tomar una decisión de inversión (CFA Institute, 2024[13]).

Además de unos requisitos claros y coherentes en sí mismos, los inversores también necesitan que dichos requisitos sean coherentes con los objetivos políticos y otras normativas. Si los países tienen objetivos de cero emisiones netas, por ejemplo, las políticas aplicadas a otros sectores de la economía deben ser coherentes con ese objetivo. Una reasignación de capital hacia sectores sostenibles por parte de los inversores institucionales no logrará el objetivo deseado —incluido el de obtener mejores rendimientos para los consumidores— a menos que la economía real también avance en esa dirección.

La estabilidad de los objetivos políticos y las directrices también es importante para que los inversores de fondos de pensiones y de seguros se sientan seguros a la hora de destinar los recursos necesarios para tener en cuenta de forma efectiva los riesgos de sostenibilidad en sus procesos de inversión. El compromiso y la estabilidad del Gobierno han contribuido a impulsar las prácticas de inversión sostenible en Sudáfrica. El Gobierno de Japón también ha demostrado su compromiso con la sostenibilidad a lo largo de los años, lo que constituye una de las razones por las que se encuentra más avanzado en materia de inversión sostenible en comparación con otras jurisdicciones de la región. Los inversores han señalado que los objetivos políticos en relación con la sostenibilidad son ahora más predecibles en toda Asia, lo que debería aumentar el interés de los inversores de fondos de pensiones y de seguros por adoptar políticas de inversión más sostenibles.

Por el contrario, el Departamento de Trabajo de EE. UU. ha modificado en varias ocasiones desde 1994 sus directrices a los fiduciarios sobre la consideración de factores de sostenibilidad, lo que ha supuesto dificultades para que los fiduciarios de planes de pensiones tengan en cuenta dichos factores. Sin embargo, los cambios en las prioridades políticas a nivel mundial no disuadirán necesariamente a todos los inversores que ya hayan establecido políticas de inversión sostenible de continuar con su enfoque, especialmente en el caso de aquellos con un horizonte de inversión a largo plazo, como los fondos de pensiones. No obstante, los cambios políticos han seguido

afectado a las opiniones de los inversores y a su compromiso con las cuestiones relacionadas con la sostenibilidad. Las alianzas «Net Zero» han perdido apoyo en los últimos años, y la Net Zero Banking Alliance se disolvió en 2025.

La fragmentación de la normativa entre las distintas jurisdicciones puede plantear retos de cumplimiento normativo a los inversores globales. Por lo general, los inversores deben cumplir con la normativa más restrictiva. Los inversores globales, en particular los gestores de activos, tienen cada vez más dificultades para crear fondos que sean relevantes a nivel mundial y que cumplan con todos los requisitos aplicables en materia de etiquetado de productos, por ejemplo. La adopción de la Taxonomía de Finanzas Verdes de Sudáfrica ha sido escasa, en parte porque las entidades optan por aplicar la taxonomía de la UE para cumplir con los requisitos de los proveedores internacionales de capital (FSCA, 2024[14]). En los Países Bajos, los requisitos locales tienden a ser más avanzados y van por delante de los de otros países, por lo que los inversores de fondos de pensiones neerlandeses que externalizan la gestión de sus inversiones a veces tienen dificultades porque sus gestores de activos aún no están familiarizados con los requisitos locales y, en consecuencia, deben adaptar su enfoque.

También están surgiendo normativas y requisitos contradictorios que dificultan a los inversores institucionales la integración de consideraciones de sostenibilidad en sus procesos de inversión. Por ejemplo, la Comisión de Valores y Bolsa de EE. UU. (SEC) ha actualizado recientemente su interpretación de la participación de los accionistas en cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza, lo que aumenta los requisitos de divulgación si los accionistas pretenden influir en las políticas del emisor (SEC, 2026[15]). Esto complica la participación de los inversores con entidades estadounidenses, independientemente de dónde tengan su sede. Además, la SEC ha propuesto derogar la Norma 14a-8, lo que dificultaría la inclusión de resoluciones de los accionistas en las papeletas de voto por representación. Esta fragmentación normativa puede aumentar los costes de cumplimiento y perjudicar la asignación eficaz de recursos, impidiendo que los inversores tengan en cuenta riesgos financieramente significativos que podrían tener un impacto negativo en la rentabilidad de l . Esto puede resultar especialmente perjudicial para la competitividad de las empresas medianas (Empresa Global, 2025[16]).

Consideraciones normativas específicas para los seguros y las pensiones

Los inversores del sector de los seguros y las pensiones operan bajo marcos normativos específicos que también pueden tener consecuencias en cuanto a la integración de los riesgos que afectan a la sostenibilidad a largo plazo de su cartera. El grado en que el marco normativo exige o impide la integración de los riesgos de sostenibilidad puede variar entre el sector de los seguros y el de las pensiones. En el Reino Unido, por ejemplo, los administradores de planes de pensiones de empresa están sujetos a requisitos más estrictos a la hora de tener en cuenta los factores de sostenibilidad en sus decisiones de inversión que las aseguradoras (PRI, 2024[17]). Por el contrario, los requisitos normativos europeos relacionados con la sostenibilidad no son, en gran medida, aplicables a los planes de pensiones para trabajadores autónomos en Alemania, lo que constituye un factor significativo en la falta de integración de los factores de sostenibilidad en dichos planes. Las aseguradoras alemanas, sin embargo, integran con mayor frecuencia los factores de sostenibilidad, en parte porque están sujetas a muchos de los requisitos normativos europeos vigentes.

Los requisitos de capital también podrían suponer un obstáculo para integrar de forma más exhaustiva las consideraciones de sostenibilidad en las decisiones de inversión. Si bien las aseguradoras sujetas a los requisitos de Solvencia II en Europa deben incluir ahora los riesgos climáticos en su Evaluación Interna de Riesgos y Solvencia (ORSA), los requisitos de capital no se han ajustado para reflejar los riesgos de sostenibilidad. Este tema se encuentra actualmente en debate.

Algunos inversores señalaron que otro posible obstáculo para la integración, especialmente en el caso de las pensiones, es el coste que ello supone, en un contexto en el que los organismos reguladores y supervisores de muchas jurisdicciones se han centrado en reducir los costes para los partícipes. La integración efectiva de los riesgos de sostenibilidad en los procesos de inversión conlleva costes adicionales para recopilar y analizar la información pertinente, así como para desarrollar herramientas internas que permitan utilizar dicha información en las decisiones de inversión. Las presiones en materia de costes también pueden impedir la adopción de enfoques de integración más detallados, por clase de activo o por fondo, ya que los inversores buscan ser lo más eficientes posible en la gestión de sus carteras.

El uso de índices de referencia de rendimiento que no incorporan consideraciones de sostenibilidad también puede suponer un obstáculo para la integración. La comparación de la rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones con dichos índices de referencia puede suponer un reto para que los fondos integren los riesgos de sostenibilidad en sus decisiones de inversión, debido al

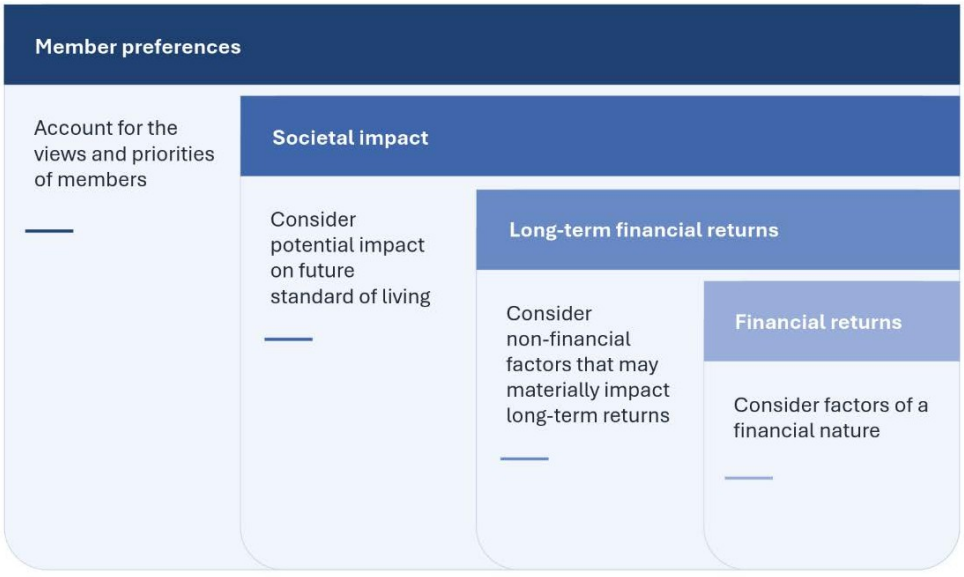
mayor riesgo de error de seguimiento. Varios inversores destacaron este aspecto como un reto, teniendo en cuenta la prueba de rendimiento exigida por el Gobierno que se aplica a los fondos de jubilación en Australia.

Interpretación del deber fiduciario en materia de pensiones

El deber fiduciario obliga a los inversores en pensiones a actuar en el mejor interés de los beneficiarios del plan y a garantizar que sus actividades de inversión se lleven a cabo con lealtad y diligencia, y en el interés exclusivo de sus afiliados. La interpretación del deber fiduciario en cualquier jurisdicción determinada —y, más concretamente, la interpretación del alcance de los intereses de los afiliados— influirá considerablemente en el enfoque que adoptará un inversor en pensiones para incorporar los riesgos de sostenibilidad en su estrategia de inversión, ya que dicha interpretación debe considerar que hacerlo redunda en beneficio de los afiliados.

La interpretación del deber fiduciario puede variar ampliamente de una jurisdicción a otra y es uno de los factores que explican las diferencias observadas a nivel mundial en cuanto a los enfoques de los inversores en pensiones respecto a la integración. En términos generales, esto depende de cómo se consideren los intereses de los afiliados. La interpretación más restrictiva del deber fiduciario es que el interés de los afiliados se limita únicamente a la rentabilidad financiera a corto plazo que reciben y, por lo tanto, solo pueden tenerse en cuenta los factores de naturaleza financiera. Una interpretación similar, pero más flexible, sostiene que el interés de los afiliados también debe tener en cuenta factores no financieros que puedan ser financieramente relevantes, ya que cabe esperar que estos también influyan en la rentabilidad financiera a largo plazo. Las interpretaciones más generales del interés incluyen considerar el impacto que dichos factores pueden tener en el futuro nivel de vida de los afiliados y tener en cuenta las preferencias de los propios afiliados. El espectro de la interpretación del interés de los afiliados en el contexto del cumplimiento de las responsabilidades fiduciarias se ilustra en la figura 3.2.

Figura 3.2. Alcance de la interpretación del interés de los afiliados a un plan de pensiones en un contexto fiduciario



La interpretación más restrictiva del deber fiduciario es que los fiduciarios solo pueden tener en cuenta factores de naturaleza financiera en sus decisiones de inversión y que únicamente los rendimientos financieros a corto plazo son relevantes para el interés de los afiliados. La mayoría de los fiduciarios de planes de pensiones de empresa en Estados Unidos se basan en esta interpretación, en gran medida debido a los precedentes, a las directrices que cambian con frecuencia y al temor a la responsabilidad legal. La definición del deber fiduciario en Estados Unidos exige que el único propósito de los fiduciarios sea garantizar la prestación de las prestaciones y sufragar los costes administrativos razonables del plan. El Departamento de Trabajo ha modificado con frecuencia sus directrices sobre la interpretación del deber fiduciario desde 1994 y, desde 2020, ha promulgado normas vinculantes al respecto

(Muir, 2022[18]). La norma de 2020 se ajustaba a la interpretación restrictiva del deber fiduciario y desaconsejaba tener en cuenta factores no pecuniarios. La norma de 2022 amplió la interpretación y aclaró explícitamente que los fiduciarios podían considerar el riesgo climático y otros riesgos de sostenibilidad en su selección de inversiones. Sin embargo, el Departamento de Trabajo ha indicado que la norma ya no es aplicable y que la sustituirá por una nueva norma similar a la de 2020, que prohíba o desaliente la consideración de factores no financieros en las decisiones de inversión. El temor a la responsabilidad legal constituye una barrera significativa para la consideración de factores no económicos en la inversión de los planes de pensiones en Estados Unidos. Las barreras para demostrar que no se incumplió el deber fiduciario al tener en cuenta factores no financieros son elevadas, ya que los fiduciarios deben demostrar que el perfil de riesgo-rentabilidad no se vio comprometido y, en el caso de los planes de aportación definida, que ofrecer opciones de inversión que tuvieran en cuenta explícitamente factores de sostenibilidad no se hizo a expensas de opciones de inversión más tradicionales (PRI, 2020[19]). Dichas evaluaciones no pueden reflejar el potencial de que las inversiones que tienen en cuenta los riesgos de sostenibilidad obtengan mejores resultados a largo plazo.

La interpretación más común del deber fiduciario adopta una visión más amplia del interés financiero y exige a los fiduciarios que tengan en cuenta cualquier factor que pueda influir en la rentabilidad financiera en un horizonte temporal más amplio. Por ello, los fiduciarios también deben tener en cuenta los factores no financieros significativos que podrían afectar a la creación de valor sostenible a largo plazo de la inversión. Los requisitos de integración que exigen a los inversores de fondos de pensiones o de seguros tener en cuenta la sostenibilidad suelen justificarse sobre esta base, lo que sugiere que una debida diligencia y una evaluación de riesgos adecuadas de la inversión requieren tener en cuenta todos los riesgos significativos, incluidos los no financieros.

Esta interpretación del deber fiduciario se centra en la mitigación de los factores de riesgo significativos, lo que puede impedir que los inversores tengan cualquier otro objetivo relacionado con la sostenibilidad o el impacto. De hecho, esta es la interpretación general del deber fiduciario por parte de los fondos de pensiones en Chile, a los que se les exige tener en cuenta los riesgos de sostenibilidad en su estrategia de inversión. Los fondos de pensiones abordan los factores de sostenibilidad como uno de los muchos otros factores relevantes que deben considerar en sus decisiones de inversión para maximizar la rentabilidad financiera. No cuentan con objetivos de descarbonización ni de impacto social, ya que consideran que esto entra en conflicto con su mandato de centrarse exclusivamente en la rentabilidad.

Una interpretación más amplia del deber fiduciario considera que el interés de los afiliados no es solo financiero, sino que también está relacionado con su nivel de vida. La definición de deber fiduciario en Sudáfrica puede interpretarse de esta manera, ya que establece que los fiduciarios deben aspirar a lograr «rendimientos adecuados ajustados al riesgo, adecuados al perfil específico de los afiliados del fondo, a sus necesidades de liquidez y a sus pasivos», lo que implica que deben tenerse en cuenta las características de los afiliados. Además, el Reglamento 28, que exige a los fondos de pensiones tener en cuenta factores de sostenibilidad en sus decisiones de inversión, obliga a los fiduciarios a aspirar a «rentabilidades adecuadas ajustadas al riesgo» en lugar de exigirles que maximicen los beneficios (Muir, 2022[18]). De hecho, los fondos de pensiones de Sudáfrica sí tienen en cuenta los intereses generales de sus afiliados. Por ejemplo, el plan para los trabajadores de los sectores metalúrgico y de la ingeniería está interesado en financiar la creación de empleo, ya que el hecho de que sus afiliados tengan trabajo redunda en su propio interés, y el sector ha perdido muchos puestos de trabajo durante la última década.

En Europa, la Directiva IORP II establece que se debe permitir a las instituciones de previsión para la jubilación (IORP) tener en cuenta el impacto a largo plazo de sus decisiones de inversión en los factores de sostenibilidad, lo que, en principio, podría incluir factores cuyo impacto no sea directamente financiero. Esto reconoce implícitamente que algunos de estos impactos podrían ser relevantes para los afiliados al plan, aunque no obliga a las IORP a tenerlos en cuenta para cumplir con su deber fiduciario. Algunas partes interesadas del Reino Unido también abogan por una interpretación amplia del interés de los afiliados, de modo que incluya su nivel de vida. Así, las inversiones que pudieran contribuir a un mayor nivel de vida en el futuro —como la sanidad, la educación y las infraestructuras— también podrían tenerse en cuenta a la hora de cumplir con los deberes fiduciarios (Eversheds Sutherland, 2025[20]).

En algunos casos, se considera que el interés de los afiliados incluye sus preferencias. La Comisión Jurídica de Inglaterra y Gales ofreció esta interpretación de las obligaciones fiduciarias para la inversión de los fondos de pensiones, indicando que los administradores deberían poder tener en cuenta factores que no son necesariamente relevantes desde el punto de vista financiero para el

inversión si hay motivos para creer que los partícipes comparten esa opinión y que tener en cuenta ese factor no supondría un perjuicio financiero significativo (Comité de Derecho de los Mercados Financieros, 2024[21]). La normativa del Reino Unido sobre inversión y divulgación de los planes de pensiones de empleo exige a los administradores que revelen si tienen en cuenta las opiniones de sus afiliados con respecto a cuestiones no financieras en sus decisiones de inversión, y de qué manera lo hacen. No obstante, en la práctica, las interpretaciones del deber fiduciario siguen variando ampliamente en todo el Reino Unido, y muchos inversores siguen mostrándose reacios a aplicar esta interpretación porque la ley no lo permite explícitamente.

En los Países Bajos, los interlocutores sociales, el Gobierno y los fondos de pensiones firmaron el «Acuerdo sobre Inversión Responsable Internacional para el Sector de las Pensiones», que exige a los signatarios garantizar el apoyo de sus afiliados con respecto a cualquier estrategia de inversión responsable que puedan aplicar (Bauer y Smeets, 2021[22]). Por ello, los fondos de pensiones suelen realizar encuestas a sus interlocutores sociales y/o afiliados sobre sus preferencias en materia de inversión sostenible y sobre los objetivos no financieros a los que deberían apuntar sus estrategias de inversión. Sin embargo, aunque apoyan las estrategias de inversión sostenible, las preferencias de los afiliados indican en gran medida que su principal prioridad sigue siendo la rentabilidad financiera, y la mayoría no está dispuesta a sacrificar la rentabilidad en aras de otros objetivos. Por ejemplo, el 59 % de los afiliados de ABP en los Países Bajos se mostraban a favor de las inversiones sostenibles siempre que no tuvieran un impacto negativo en la rentabilidad (Bauer y Smeets, 2021[22]). Otro fondo neerlandés señaló que sus afiliados se mostraban más dispuestos a sacrificar parte de la rentabilidad, aunque reconocía que la composición demográfica de los afiliados se inclinaba hacia personas con ingresos más elevados, lo que pone de relieve la importancia de tener en cuenta también las características de los afiliados.

Los requisitos para integrar los factores de sostenibilidad en los procesos de inversión y gestión de riesgos dejan claro que la consideración de los riesgos no financieros está en consonancia con el deber fiduciario de los fondos de pensiones, lo que excluye la interpretación más restrictiva de dicho deber. Sin embargo, dichos requisitos no suelen ir más allá de exigir la consideración de los riesgos significativos que podrían afectar a la rentabilidad financiera a largo plazo. Algunas jurisdicciones han publicado aclaraciones u orientaciones sobre hasta qué punto se permite a los fondos de pensiones tener en cuenta los factores de sostenibilidad en sus decisiones. En Australia, por ejemplo, el regulador ha aclarado que los administradores de fondos de pensiones deben tener en cuenta los riesgos significativos vinculados a los factores ESG en sus decisiones de inversión y pueden perseguir objetivos medioambientales o sociales siempre que sean coherentes con los resultados buscados para los afiliados. Noruega ha exigido que el fondo de pensiones público excluya a las empresas implicadas en conductas indebidas graves de carácter medioambiental o social.

Dado que el deber fiduciario es un concepto jurídico, las diferencias en las estructuras jurídicas también pueden explicar, en cierta medida, las diferencias de interpretación entre las distintas jurisdicciones. Por ejemplo, los deberes fiduciarios de los promotores de planes en Estados Unidos se basan en el derecho fiduciario desarrollado en el marco del sistema del common law, mientras que en Sudáfrica el sistema jurídico tiene sus orígenes en el derecho civil neerlandés. Estos dos marcos adoptan un enfoque ligeramente diferente en cuanto a cómo conciben la relación fiduciaria. En el common law, las leyes fiduciarias se refieren a los derechos de propiedad, mientras que en el derecho civil se refieren a los derechos contractuales. Sin embargo, las diferencias en la estructura jurídica no parecen alterar en gran medida el objetivo último de las leyes fiduciarias, ya que ambas tienen como finalidad dar prioridad al interés superior de los afiliados (Muir, 2022[18]). No obstante, las empresas de los países de derecho civil obtienen mejores resultados en materia de responsabilidad social corporativa, lo que significa que son más propensas a tomar medidas para mejorar el bienestar social. Un estudio reveló que el origen jurídico es un indicador más fiable de la responsabilidad social corporativa que las instituciones políticas, la normativa, las preferencias sociales o los resultados financieros de una empresa (Liang y Renneboog, 2017[23]).

La rentabilidad generada para los partícipes es siempre la primera prioridad de los fiduciarios, independientemente de la interpretación del deber fiduciario que apliquen a sus inversiones. Una encuesta realizada a gestores de carteras de renta variable reveló que más de dos tercios no estaban dispuestos a sacrificar la rentabilidad en aras de objetivos medioambientales o sociales, independientemente de si su fondo de inversión era sostenible o tradicional, debido principalmente a sus obligaciones fiduciarias (Edmans, Gosling y Jenter, 2025[24]). Los inversores de fondos de pensiones compartían en gran medida esta opinión, indicando que se esfuerzan por obtener los mejores rendimientos independientemente de los objetivos relacionados con la sostenibilidad que puedan tener.

3.2.2. Resultados financieros y gestión del riesgo de inversión

La opinión de que incorporar los riesgos para la sostenibilidad de las carteras en las decisiones de inversión constituye una buena gestión del riesgo y probablemente dé lugar a mejores rendimientos a largo plazo es el principal motor de la integración, después de los requisitos normativos. La encuesta de 2024 realizada a los signatarios de los PRI reveló que el 44 % considera que tomar medidas en materia de sostenibilidad es importante para el riesgo financiero y la rentabilidad. Además, el 20 % destacó la diligencia debida como motivo por el que se dedican a la inversión responsable, el 16 % citó la creación de valor, el 16 % su horizonte a largo plazo y el 14 % la gestión de riesgos (PRI, 2025[4]). Otra encuesta realizada a una selección de inversores del Reino Unido reveló que el riesgo financiero era el segundo factor más importante para la integración, después de la regulación (Barnett Waddingham LLP, 2025[5]).

De hecho, maximizar la rentabilidad financiera a largo plazo es un factor clave para integrar los riesgos de sostenibilidad en la inversión para muchos inversores de fondos de pensiones y de seguros, que consideran que esto garantiza que están llevando a cabo una diligencia debida y una gestión de riesgos adecuadas. Como tal, esta práctica no es nueva para muchos, que ya llevan décadas teniendo en cuenta los riesgos de sostenibilidad en sus estrategias de inversión. Sin embargo, los requisitos normativos les impulsaron a formalizar su enfoque en sus procesos y en su marco de gobernanza . Además, a medida que el tema de la sostenibilidad se fue generalizando, comenzaron a comunicar más ampliamente su enfoque a sus clientes como forma de demostrar el valor añadido que podían ofrecer.

3.2.3. Imagen y reputación

La imagen corporativa ha sido otro importante factor que ha impulsado a los inversores a adoptar prácticas de inversión sostenible. La encuesta de 2024 realizada a los signatarios de los PRI indicó que el 20 % está motivado por proteger su reputación y el 14 % desea mejorar su licencia social para operar (PRI, 2025[4]). La encuesta realizada a una selección de inversores reveló que el riesgo reputacional era uno de los tres principales factores impulsores de la integración (alrededor de un tercio de los participantes), junto con la comparación con otras empresas del sector (alrededor del 5 %) (Barnett Waddingham LLP, 2025[5]).

Los inversores suelen vincular su motivación con el propósito y la cultura de su empresa. Esto requiere un liderazgo firme y proactivo por parte de la dirección ejecutiva, especialmente cuando el marco regulatorio está menos desarrollado y no exige cambios (Lachance y Stroehle, 2021[25]).

Los inversores también se ven impulsados a preservar su reputación, sobre todo en el caso de los fondos de pensiones y las aseguradoras, cuyo propósito inherente es contribuir al bienestar social y proporcionar protección financiera a las personas. En el Reino Unido, los organismos públicos, incluidos los planes de pensiones, han avanzado más en la adopción de prácticas de inversión sostenible, en parte porque están sujetos a la ley de libertad de información y sus actividades son más transparentes para el público. Los requisitos de divulgación de información corporativa han impulsado a las empresas a mejorar sus prácticas para demostrar que estaban actuando correctamente y transmitir una imagen positiva sobre su papel en la sociedad. Para un fondo de pensiones de Chile, el malestar social de 2019 fue uno de los factores que impulsó a avanzar en sus prácticas de inversión sostenible, ya que existía una demanda de mayor transparencia y los fondos de pensiones estaban siendo duramente criticados por no preocuparse por sus afiliados ni por la sociedad.

3.2.4. Preferencias de los afiliados y clientes

La demanda de una inversión más sostenible también puede provenir de los afiliados, los beneficiarios o los accionistas. Este ha sido un factor clave para el 14 % de los signatarios de los PRI (PRI, 2025[4]).

Cuando apoyan los enfoques de inversión sostenible, las preferencias de los clientes y beneficiarios pueden contribuir a orientar el enfoque adoptado por el inversor de pensiones o de seguros. El marco regulador también puede respaldar esto. En Europa, Solvencia II exige a las aseguradoras que tengan en cuenta las preferencias de sostenibilidad de sus clientes en sus estrategias de inversión, cuando sea pertinente. Las aportaciones de los clientes pueden servir de base para el diseño de los productos en los que la gente desea invertir. La presión de los accionistas para adoptar prácticas de inversión más sostenibles también puede influir en las prioridades de inversión.

En el caso de las pensiones, las características de los afiliados suelen influir en los objetivos de inversión, las metas o las exclusiones. Esto ocurre especialmente cuando el fondo de pensiones atiende a profesiones específicas, como profesores o médicos, que desean apoyar las causas sociales a las que se dedican profesionalmente. Los datos demográficos de los afiliados también pueden determinar los objetivos, como en el caso de Nest, que se centra en promover salarios dignos dado que una parte significativa de su base de afiliados tiene bajos ingresos (Amundi, 2024[26]). Algunos fondos recurren a encuestas a los afiliados no solo para evaluar el interés por las inversiones sostenibles, sino también para destacar las áreas que los afiliados consideran más importantes, lo que a su vez puede influir en los objetivos e indicadores del fondo de pensiones. No obstante, es probable que las respuestas a dichas encuestas reflejen las opiniones de los afiliados más comprometidos y que no reflejen plenamente las opiniones de todos los afiliados.

3.2.5. Competencia y prácticas de mercado

La consideración de los riesgos para la sostenibilidad de las carteras en los procesos de inversión se ha generalizado cada vez más, lo que ha llevado a una mayor integración por parte de los inversores para seguir siendo competitivos y porque se está convirtiendo en una práctica habitual del mercado.

La competencia con otros agentes del mercado ha llevado a algunos inversores de fondos de pensiones y aseguradoras a integrar criterios de sostenibilidad en sus inversiones. Este ha sido uno de los motores de algunos de los objetivos más ambiciosos relacionados con la descarbonización, aunque estos objetivos se han vuelto más realistas recientemente. Los gestores de planes de pensiones de aportación definida suelen considerar que ofrecer una opción de inversión sostenible a sus afiliados les proporciona una ventaja competitiva, y que es fácil de llevar a cabo, ya que los afiliados siempre tienen la opción de elegirla o no. No obstante, incluso cuando los afiliados se muestran favorables a las opciones de inversión sostenible, la aceptación real de estas opciones tiende a ser baja, y los consumidores, en general, no comprenden plenamente las cuestiones subyacentes y sus implicaciones.

En algunos mercados, los inversores en pensiones y seguros han aumentado la adopción de prácticas de inversión sostenible siguiendo el ejemplo de los principales actores del mercado. Esto viene impulsado no solo por los grandes fondos de pensiones, que dan ejemplo en el mercado, sino también por los gestores de activos y los consultores de inversión con los que colaboran. El mercado de los asesores externos para inversores de fondos de pensiones y seguros tiende a estar bastante concentrado, con un pequeño número de empresas que dominan el mercado, por lo que pueden desempeñar un papel significativo a la hora de extender las prácticas de inversión sostenible a sus clientes, que tardan más en adaptarse (Fabian et al., 2023[27]).

De hecho, los gestores de activos han desempeñado un papel importante en la expansión de las prácticas de inversión sostenible. Esto ocurrió en Japón, por ejemplo, después de que se exigiera al Fondo de Inversión de Pensiones del Gobierno (GPIF) que tuviera en cuenta todos los factores financieramente relevantes, incluidos los relacionados con la sostenibilidad, en sus decisiones de inversión. Este requisito obligó a sus gestores de activos externos a integrar la consideración de estos factores en sus propios procesos y procedimientos, lo que extendieron a sus clientes de planes de pensiones corporativos, multiplicando por seis el volumen de inversión que tiene en cuenta dichos factores entre 2016 y 2019 (PRI, 2021[28]). Lo mismo ocurrió en Sudáfrica después de que el Fondo de Pensiones de los Empleados del Estado (GEPF), el mayor titular de activos y fondo de pensiones del país, comenzara a tener en cuenta los riesgos de sostenibilidad en sus procesos de inversión. A continuación, los gestores de inversiones del sector privado se convirtieron en signatarios de los PRI, lo que, en última instancia, impulsó una iniciativa regulatoria para exigir a los fondos de pensiones que integraran los riesgos de sostenibilidad en sus procesos de inversión, lo que dio lugar a la promulgación del Reglamento 28, que hace precisamente eso (Muir, 2022[18]). En última instancia, fueron los consultores de inversión quienes impulsaron a los fondos de pensiones a tener en cuenta los riesgos de sostenibilidad y a introducir mejoras en la divulgación de información corporativa. Del mismo modo, una vez que el Fondo de Previsión de los Empleados de Malasia comenzó a considerar los riesgos de sostenibilidad de « », los gestores de activos con los que trabajaban empezaron a modificar sus propias prácticas para incorporar consideraciones de sostenibilidad en sus procesos de inversión.

3.2.6. Diferencias estructurales

Las diferencias estructurales también pueden influir en la medida en que los inversores de fondos de pensiones y seguros integran en sus decisiones y procesos de inversión los riesgos que afectan a la sostenibilidad de sus carteras. Entre dichos

factores incluyen la naturaleza del plan de pensiones o del contrato de seguro para el que se invierten los activos, las estructuras organizativas y la fragmentación del mercado.

La naturaleza del plan de pensiones y sus inversiones subyacentes puede afectar a la capacidad de los gestores del plan para integrar los riesgos de sostenibilidad en sus procesos de inversión. Las inversiones destinadas a planes de prestaciones definidas deben tener como objetivo mantener unos niveles de financiación adecuados. La mayor atención prestada a los niveles de financiación ha llevado a muchos planes de prestaciones definidas a dar prioridad a la limitación del riesgo de financiación de los planes, en lugar de integrar los riesgos de sostenibilidad en sus decisiones de inversión (PRI, 2020[19]). Además, dado que las inversiones de los planes de prestaciones definidas respaldan pasivos garantizados, suelen presentar una elevada proporción de inversiones en renta fija. Por lo general, existen menos oportunidades de inversión sostenible en renta fija en comparación con las inversiones en renta variable, y las oportunidades de diálogo con los emisores son más limitadas. En el caso de los planes de aportación definida, las inversiones subyacentes suelen requerir mayor liquidez, por lo que tienen menos capacidad para invertir en mercados privados, donde puede haber más oportunidades de aprovechar las posibilidades de inversión sostenible (PRI, 2024[17]).

Los riesgos de sostenibilidad afectan a las compañías de seguros en ambos lados del balance y, por lo general, tienen menos restricciones a la hora de invertir en comparación con los fondos de pensiones, por lo que es más probable que la integración de consideraciones de sostenibilidad en sus procesos de inversión sea una prioridad. Sus inversiones destinadas a limitar el calentamiento global o la pérdida de biodiversidad pueden tener un impacto directo en sus futuras reclamaciones, reduciendo así los pasivos futuros, además de tener un impacto social positivo. No obstante, algunas aseguradoras, especialmente en América Latina y Asia, indicaron que sus estrategias de inversión no tienen necesariamente como objetivo mitigar dichos riesgos en el pasivo de su balance. Sin embargo, pueden adoptar otras medidas para mitigar estos riesgos, como iniciativas para educar a la población y ayudarla a estar mejor preparada en caso de una catástrofe natural.

Las estructuras organizativas y de gobernanza también pueden influir en el grado de integración. Los grupos financieros internacionales suelen tener una ventaja en cuanto a los recursos disponibles para desarrollar una integración efectiva de las consideraciones de sostenibilidad en sus procesos de inversión y gestión de riesgos. Además, estas entidades pueden aprovechar sus conocimientos y experiencia en todo el grupo, lo que facilita el desarrollo de procesos y prácticas locales.

Las entidades de pensiones públicas que rinden cuentas ante el Gobierno pueden verse limitadas en cuanto a las cuestiones a las que pueden dar prioridad en sus inversiones. Dichas entidades pueden enfrentarse a mayores expectativas de alinearse con las prioridades políticas, incluso si operan de forma independiente, lo que también puede limitar la medida en que sus prioridades en materia de sostenibilidad puedan verse influidas por opiniones internas o por las preferencias de sus propios beneficiarios.

La proximidad de la toma de decisiones y la supervisión a las actividades de inversión también puede ser un factor. En Estados Unidos, por ejemplo, los administradores de los planes de pensiones de empresa suelen no estar próximos a las actividades de inversión. Estos factores pueden generar una falta de incentivos para participar en actividades de gestión responsable (PRI, 2020[19]).

El grado de fragmentación de los mercados de jubilación puede suponer un obstáculo para la capacidad de los inversores en pensiones de integrar consideraciones de sostenibilidad en los procesos de inversión. Un estudio que utilizó la pertenencia a los PRI como indicador de la prevalencia de prácticas de inversión sostenible encontró una correlación positiva entre el número de propietarios de activos de gran envergadura y la consideración general de los factores de sostenibilidad en todo el sistema de jubilación, en particular al comparar Estados Unidos y el Reino Unido. Los sistemas de pensiones que presentan una elevada fragmentación, con numerosos fondos de menor tamaño, también tienden a enfrentarse a más retos en materia de gobernanza, recursos y conocimientos especializados (Fabian et al., 2023[27]). Los activos de las pensiones privadas también están muy fragmentados en Japón, donde los planes de prestaciones definidas han tardado en adoptar prácticas de inversión sostenible (PRI, 2021[28]).

3.2.7. Normas y valores sociales

Por último, las normas y los valores sociales, respaldados por marcos jurídicos que consagran dichos valores, pueden constituir un factor importante en la adopción de prácticas de inversión sostenible. La Constitución de Sudáfrica, por ejemplo, otorga a los ciudadanos el derecho a un medio ambiente saludable que se protegerá para las generaciones futuras, además de los derechos a la igualdad, la dignidad y la libertad. Por lo tanto, los valores y creencias sociales incluyen la protección del medio ambiente y la igualdad social, lo que ha proporcionado un apoyo fundamental a la inversión sostenible y ha contribuido a la interpretación amplia que hace Sudáfrica del deber fiduciario. Los cuatro primeros fondos AP de Suecia están obligados por ley a «gestionar los activos de los fondos de manera ejemplar mediante inversiones responsables y una conducta responsable».[5] Para cumplir este requisito, los fondos tienen en cuenta los riesgos de sostenibilidad tanto en sus inversiones como en sus propias operaciones. En Francia, la ley PACTE, aprobada en 2019, introdujo los conceptos de «objetivo corporativo» y «empresa orientada a una misión». Esto ha animado a los inversores institucionales a definir con mayor claridad sus valores más allá del beneficio y su contribución a la sociedad. Desde entonces, varios grandes inversores han adoptado y comunicado sus valores relacionados con la sostenibilidad, que también se extienden a su enfoque de inversión.

3.3. Marcos institucionales y de gobernanza

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros están adaptando cada vez más sus marcos institucionales y de gobernanza para facilitar la consideración de los riesgos que afectan a la sostenibilidad a largo plazo de sus carteras y priorizar su integración en toda la organización. Los consejos de administración y la alta dirección suelen participar en el establecimiento de prioridades, mientras que el desarrollo de las políticas de sostenibilidad se delega en comités de apoyo. El grado en que la organización cuenta con personal dedicado a las iniciativas de sostenibilidad también depende de su tamaño; las organizaciones más grandes crean equipos dedicados a la integración de los riesgos de sostenibilidad no solo en l e de inversión, sino también en las prácticas organizativas. Las organizaciones también colaboran tanto dentro de su grupo como en todo el sector para compartir conocimientos y buenas prácticas, y aprovechar las posibles sinergias.

3.3.1. Consejos de administración y alta dirección

Por lo general, la alta dirección define las prioridades relacionadas con la sostenibilidad. Normalmente, corresponde al consejo de administración establecer la orientación estratégica y las expectativas en cuanto al enfoque de la sostenibilidad. La dirección debe exponer los fundamentos y la justificación de las decisiones estratégicas y, a continuación, incorporar esa visión a la política y los procedimientos de inversión, incluidas las posibles exclusiones y los criterios de sostenibilidad utilizados. La participación de la alta dirección es especialmente importante cuando el inversor tiene objetivos de impacto que van más allá de la diligencia debida efectiva y la gestión de riesgos de su cartera de inversiones, ya que estos objetivos determinarán los límites y las directrices sobre cómo los gestores de la cartera pueden realizar sus selecciones de inversión. Su participación también puede acelerar el proceso de integración. La dirección ejecutiva también puede ser responsable de garantizar el cumplimiento de las políticas de la empresa y de supervisar el progreso hacia cualquier objetivo o meta. En el 91 % de los signatarios de los PRI, el consejo de administración o los ejecutivos son formalmente responsables de la estrategia de inversión responsable de su empresa y ejercen la supervisión de la misma (PRI, 2025[4]). Esta responsabilidad, sin embargo, no impide que se delegue la decisión sobre la estrategia de inversión en los equipos de inversión, que a su vez tienen la capacidad de poner en práctica la visión en materia de sostenibilidad de la forma que consideren más adecuada para alcanzar los objetivos de inversión.

Algunas entidades han creado consejos dedicados a la sostenibilidad. Por ejemplo, Allianz ha establecido un Consejo de Sostenibilidad del Grupo específico para apoyar al Consejo de Administración en sus decisiones relacionadas con la sostenibilidad. Este consejo especializado propone metas relacionadas con la sostenibilidad, supervisa los avances hacia dichos objetivos y tiene como fin integrar las consideraciones de sostenibilidad en todas las áreas del negocio. También supervisa la comunicación y la presentación de informes relacionados con la sostenibilidad (Allianz, 2023[29]).

Es posible que se exija a los miembros del consejo de administración que posean o adquieran los conocimientos adecuados sobre cuestiones relevantes para los riesgos de sostenibilidad. En los Países Bajos, una buena práctica consiste en que un miembro del consejo se convierta en experto en la materia y desarrolle sus conocimientos mediante formación especializada si es necesario. El Banco Central de los Países Bajos puede rechazar el nombramiento de miembros del consejo que no tengan conocimientos sobre los riesgos de sostenibilidad.

La alta dirección suele supervisar la aplicación de la estrategia de sostenibilidad. El director de inversiones (CIO) suele supervisar directamente las actividades de inversión sostenible, aunque varias instituciones también han creado un puesto específico de director de inversión responsable o director de sostenibilidad que se encarga de ello. Algunas compañías de seguros indicaron que la remuneración de los directivos está vinculada a objetivos de sostenibilidad para ofrecer incentivos que garanticen la aplicación efectiva de la estrategia de sostenibilidad y promuevan medidas que permitan avanzar hacia dichos objetivos y metas.

El compromiso de los altos cargos con la sostenibilidad también es importante para garantizar la coherencia con las prioridades de inversión. Las opiniones y puntos de vista de los equipos de inversión no siempre coinciden necesariamente con las prioridades y la estrategia de « » definidas por la dirección ejecutiva, y la participación de los altos cargos de la organización puede garantizar una visión coherente y unificada sobre los riesgos y oportunidades en materia de sostenibilidad.

3.3.2. Comités de sostenibilidad

La elaboración de políticas relacionadas con la sostenibilidad suele delegarse en un comité de sostenibilidad que asesora al consejo de administración en la toma de decisiones. Estos comités son más habituales en entidades de tamaño medio y grande. Por lo general, se encargan de elaborar políticas relacionadas con la sostenibilidad, que pueden estar vinculadas a la inversión o, de manera más amplia, a la política corporativa. En algunos casos, la entidad puede contar con dos comités independientes: uno para supervisar las iniciativas de sostenibilidad corporativa y otro para supervisar la inversión sostenible. Estos comités pueden ser especializados o contar con representantes de otros equipos relevantes (por ejemplo, gestión de activos o gestión de riesgos) para debatir cuestiones de sostenibilidad relacionadas con sus áreas específicas de especialización. Algunas entidades también cuentan con comités centrados específicamente en los riesgos climáticos y/o medioambientales, en lugar de abarcar todos los riesgos relacionados con la sostenibilidad. Algunos inversores de fondos de pensiones y de seguros también cuentan con un comité de gestión responsable.

Otras entidades han optado por abordar las cuestiones de sostenibilidad en el marco de los comités existentes. Así, el comité de inversiones se encargaría también de supervisar la integración de los riesgos de sostenibilidad en las prácticas de inversión, y el comité de riesgos se encargaría de supervisar los riesgos relacionados con la sostenibilidad. Esto puede contribuir a promover una integración más profunda de las cuestiones de sostenibilidad en toda la organización, ya que todas las áreas serían responsables de incorporar consideraciones de sostenibilidad en sus actividades day- . En Chequia e Irlanda, los comités de auditoría están obligados a supervisar las cuestiones relacionadas con la sostenibilidad (OCDE, 2025[2]).

3.3.3. Personal especializado

Es posible que las entidades más pequeñas carezcan de los recursos necesarios para crear equipos dedicados a la sostenibilidad. En su lugar, pueden designar a determinadas personas como responsables de garantizar que los procesos de inversión integren consideraciones de sostenibilidad. Varios fondos de pensiones de América Latina indicaron que en cada fondo hay una o dos personas encargadas de supervisar las prácticas de inversión sostenible. Es posible que las entidades locales más pequeñas de grupos internacionales tampoco cuenten con equipos dedicados, incluso si la sede central da prioridad a las iniciativas de sostenibilidad del grupo.

Las grandes entidades suelen contar con equipos completos dedicados a cuestiones relacionadas con la sostenibilidad. Estos equipos suelen formar parte del departamento de inversiones y, con frecuencia, dependen directamente del director de inversiones (CIO). La función del equipo consiste, por lo general, en apoyar al equipo de inversión en sus esfuerzos por integrar los riesgos y oportunidades de sostenibilidad en las decisiones de inversión y alinear sus procesos con los objetivos estratégicos de la organización. Estos equipos suelen encargarse de coordinar a los distintos equipos de inversión y gestores de cartera para garantizar un enfoque coherente en todas las clases de activos. Pueden ayudar a los

expertos en inversiones a adoptar una perspectiva de sostenibilidad en sus estrategias que esté alineada con sus principios y objetivos de inversión. También pueden encargarse del análisis de datos y la investigación para fundamentar las decisiones de inversión de los gestores de carteras. Los procedimientos de diligencia debida para las inversiones centradas en la sostenibilidad suelen pasar por un proceso de selección interno, con la aprobación final del director de inversiones (CIO) y de los comités de inversión.

Los equipos dedicados a la sostenibilidad también pueden formar parte del departamento de asuntos corporativos si sus actividades y su mandato van más allá de la mera inversión. Estos equipos desempeñan una función estratégica que también está vinculada a la reputación y la imagen de la entidad. Pueden colaborar con distintas funciones de la organización para garantizar la aplicación de la estrategia de sostenibilidad de la entidad y pueden trabajar con los equipos de inversión para acordar hitos u objetivos y supervisar los avances hacia dichos objetivos.

Los grandes grupos pueden contar con varios equipos dedicados a la sostenibilidad, cada uno con un mandato específico. Estos equipos pueden supervisar la estrategia global de sostenibilidad corporativa, garantizar el cumplimiento normativo, centrarse en el desarrollo de productos y en las funciones comerciales, gestionar las comunicaciones externas y/o la colaboración con diversas coaliciones y alianzas u otras iniciativas de sostenibilidad a nivel sectorial. Los equipos también pueden encargarse de actividades de gestión responsable y de compromiso, a menudo trabajando en estrecha colaboración con los equipos de investigación o integrados en ellos.

Los equipos de sostenibilidad también pueden actuar como consultores internos, colaborando con otras áreas de la organización para ayudar a que estas integren las consideraciones de sostenibilidad en sus propias actividades. Es habitual que las empresas de consultoría cuenten con consultores especializados en sostenibilidad que acompañen a los consultores habituales para atender las necesidades específicas de los clientes, por ejemplo, cuando el cliente desea evaluar su propia estrategia de sostenibilidad. Los consultores de sostenibilidad internos también pueden trabajar en estrecha colaboración con los gestores de carteras para desarrollar sus procesos y estrategias de inversión.

3.3.4. Colaboración intragrupo

Los grupos internacionales suelen tener una ventaja en cuanto a la integración de prácticas de inversión sostenible debido a su tamaño. El impulso para integrar consideraciones de sostenibilidad suele provenir de la cúpula directiva, lo que significa que las entidades locales de los grupos internacionales que operan en mercados menos avanzados suelen ser las primeras en poner en marcha iniciativas de sostenibilidad. La afiliación a un gran grupo también ofrece la ventaja de poder compartir buenas prácticas entre las distintas entidades. Las entidades pueden aprovechar la experiencia en la elaboración de cuestionarios, por ejemplo, o prácticas más avanzadas como el análisis de escenarios.

No obstante, puede resultar complicado coordinar de manera eficiente a nivel internacional en todo el grupo, y las entidades locales a menudo siguen enfrentándose a sus propias limitaciones de recursos. Los conocimientos y las metodologías desarrollados a nivel de grupo pueden compartirse con las entidades locales, pero a estas les puede resultar difícil replicarlos con recursos limitados y adaptar el enfoque para tener en cuenta las especificidades locales. Además, aprovechar las sinergias y evitar la duplicación de esfuerzos entre entidades puede suponer un reto.

La colaboración intragrupo puede consistir en una combinación de interacciones formales y ad hoc, especialmente cuando las entidades locales se encuentran en una fase menos avanzada de sus esfuerzos de integración. Aunque puedan existir líneas jerárquicas formales hacia los equipos o comités de sostenibilidad e es del grupo, los equipos locales también pueden tomar la iniciativa de ponerse en contacto con otras entidades para colaborar en cuestiones específicas.

3.3.5. Colaboración a nivel sectorial

Los inversores de fondos de pensiones y aseguradoras suelen ser miembros o signatarios de organismos de normalización, así como de alianzas y coaliciones del sector que tienen por objeto promover prácticas de inversión sostenible y los objetivos y metas relacionados. Esta colaboración a nivel sectorial puede facilitar las iniciativas de participación y gestión responsable, así como el intercambio de buenas prácticas entre los participantes.

Los inversores suelen citar el aumento de la eficiencia y la eficacia de las actividades de diálogo y gestión responsable como una ventaja clave de participar en iniciativas de colaboración. Los signatarios de los PRI indicaron que el 48 %

dan prioridad a la gestión colaborativa en sus actividades de diálogo con las empresas (PRI, 2025[4]). Varios inversores de fondos de pensiones y aseguradoras destacaron que sumarse a las iniciativas de diálogo junto con otros inversores aumentaba el impacto que podían tener en sus objetivos relacionados con la sostenibilidad y ejercía una mayor presión sobre las empresas para que modificaran sus prácticas. Esto puede ser especialmente cierto en el caso de la inversión en renta fija, donde los inversores individuales pueden tener menos influencia sobre el emisor. Otros destacaron que la colaboración en materia de diálogo les ayuda a ahorrar tiempo y recursos, especialmente a nivel local. Por ejemplo, la asociación colombiana de fondos de pensiones Asofondos ha creado un comité con sus miembros para facilitar las actividades de diálogo a nivel sectorial, lo que ahorra tiempo tanto a los fondos de pensiones como a los emisores.

Muchos inversores de fondos de pensiones y de seguros también destacan las ventajas de la colaboración en el diálogo con los responsables políticos y los reguladores. El 63 % de los signatarios de los PRI declararon haber mantenido un diálogo con los responsables políticos (PRI, 2025[4]). El diálogo, como esfuerzo colaborativo, ha contribuido a que los responsables políticos comprendan cómo las regulaciones afectan a los inversores en la práctica y ha ayudado a impulsar cambios normativos.

Otra ventaja clave de la colaboración a nivel sectorial es la oportunidad de compartir buenas prácticas entre inversores y de desarrollar conocimientos y competencias. Estas iniciativas pueden servir para seguir de cerca la evolución de la situación y definir las normas del sector. Los esfuerzos de colaboración también pueden permitir la cofinanciación de iniciativas de investigación que los inversores individuales quizá no tengan recursos para financiar por sí mismos, lo que aumenta la experiencia en temas de sostenibilidad en todo el sector. Los esfuerzos de colaboración suelen llevarse a cabo a nivel local, en los que los inversores comparten sus enfoques dentro de un ámbito y/o una región específicos. Los inversores de una región concreta pueden trabajar juntos para adaptar modelos internacionales al contexto local, por ejemplo, o para alcanzar una interpretación común de la normativa. La colaboración también puede darse entre partes interesadas del sector público y privado, como en el caso del Acuerdo Verde en Chile, organizado conjuntamente por el Ministerio de Hacienda, el Banco Central, los organismos reguladores y el sector (Ministerio de Hacienda de Chile, 2026[30]). El Acuerdo Verde tiene como objetivo compartir puntos de vista sobre los riesgos y oportunidades climáticos e identificar principios comunes y ámbitos en los que las partes interesadas puedan actuar.

Además, las alianzas pueden servir para impulsar prácticas de inversión sostenible entre los inversores. Los fondos de pensiones europeos que formaban parte de una coalición «cero emisiones netas» tienen seis veces más probabilidades de contar con un objetivo climático y cinco veces más de adoptar medidas concretas en materia de descarbonización (Micale et al., 2024[31]). Si bien es posible que quienes se unen a este tipo de alianzas sean, con mayor probabilidad, aquellos dispuestos a actuar, las propias alianzas también pueden ejercer presión sobre sus miembros para que lo hagan. Esto ocurrió en Sudáfrica, por ejemplo, cuando los PRI amenazaron con dar de baja a los signatarios sudafricanos que no hubieran cumplido sus compromisos como tales, lo que finalmente condujo a un cambio normativo que facilitó su cumplimiento (Muir, 2022[18]). No obstante, hay quien considera que formar parte de este tipo de alianzas puede ser, en ocasiones, más una cuestión de publicidad y de imagen que de convicción, o algo que los inversores se sienten obligados a hacer para demostrar su credibilidad y su compromiso con la inversión sostenible.

3.4. La integración de los riesgos que afectan a la sostenibilidad a largo plazo de las carteras

Aunque los inversores de fondos de pensiones y de seguros varían en cuanto a la forma en que integran los riesgos de sostenibilidad en sus políticas y decisiones de inversión, sus políticas implican procesos similares. Por lo general, los procesos incluyen: a) evaluar la materialidad de los riesgos y oportunidades de sostenibilidad; b) establecer objetivos relacionados con la sostenibilidad y el enfoque para tener en cuenta dichos objetivos y los riesgos identificados en la construcción de la cartera; c) evaluar las inversiones individuales (selección de activos) teniendo en cuenta los riesgos identificados y el enfoque elegido; y d) supervisar y gestionar las exposiciones al riesgo de la cartera. No se trata necesariamente de un proceso lineal, sino que puede ser iterativo a medida que los inversores revisan y reevalúan sus inversiones y su estrategia general.

3.4.1. Importancia relativa

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros suelen dar prioridad a la inclusión de los riesgos significativos en sus procesos de inversión y, por lo tanto, deben llevar a cabo una evaluación para determinar qué riesgos son significativos. La materialidad financiera —es decir, los riesgos que probablemente tengan un impacto en la rentabilidad de las inversiones— es un factor determinante clave de las prioridades de estos inversores y el principal objeto de las evaluaciones de materialidad. De hecho, una encuesta global a inversores institucionales indicó que el 77 % da prioridad a las cuestiones de sostenibilidad que son financieramente materiales (Georgeson LLC, 2025[32]).

No obstante, determinar la materialidad supone un reto para los inversores, ya que esta puede depender de muchos factores diferentes e implica tanto un análisis cuantitativo como un juicio cualitativo. Los inversores de fondos de pensiones y de seguros también pueden considerar que ciertos factores son socialmente relevantes, en la medida en que determinadas cuestiones puedan estar en consonancia con sus valores institucionales o con los valores de la sociedad en la que operan. Aunque estos otros factores no tengan necesariamente un impacto directo en la rentabilidad de la cartera, pueden tener, no obstante, un impacto financiero para el inversor, por ejemplo, si invertir en determinadas actividades supusiera un riesgo reputacional.

Riesgos considerados más relevantes

La gobernanza es uno de los riesgos más comunes a los que dan prioridad los inversores de fondos de pensiones y de seguros, y uno que muchos llevan mucho tiempo considerando como financieramente relevante en sus decisiones de cartera. En general, casi el 60 % de los inversores institucionales encuestados en Europa, el Reino Unido y los Estados Unidos indicaron que la gobernanza era una prioridad máxima (McCahery, Pudschedl y Steindl, 2022[33]). Alrededor de dos tercios de los inversores institucionales a nivel mundial consideran que las cuestiones de gobernanza son el factor más importante relacionado con la sostenibilidad en sus decisiones de inversión, siendo los principales factores de riesgo la estructura del consejo de administración, la estructura de propiedad, la diversidad del consejo y la calidad de la información financiera (Larcker, Tayan y Lee, 2024[34]).

Las cuestiones medioambientales y sociales han ido ganando importancia en los últimos años. Los inversores de fondos de pensiones y de seguros señalaron que los riesgos medioambientales son ahora una prioridad clave, y que los peligros naturales se consideran un riesgo significativamente relevante. Las encuestas muestran que alrededor de una cuarta parte de los inversores institucionales dan prioridad a las consideraciones medioambientales en sus estrategias de inversión, y una encuesta señala que el cambio climático es el factor de riesgo más importante para el 78 % de los inversores (Larcker, Tayan y Lee, 2024[34]; McCahery, Pudschedl y Steindl, 2022[33]). El riesgo climático también ha adquirido mayor relevancia social, y los fondos de pensiones europeos se enfrentan a una presión cada vez mayor para dejar de invertir en petróleo y gas, aunque el riesgo derivado de la inversión en estos sectores también puede ser financieramente relevante, dada la posibilidad de que se produzcan activos varados (Amundi, 2024[26]).

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros también prestan cada vez más atención a la biodiversidad, que ahora se considera una prioridad para el 55 % de los inversores mundiales (BNP Paribas, 2025[35]). En Francia, es práctica habitual que las aseguradoras evalúen el impacto de los riesgos relacionados con la biodiversidad en sus carteras. La deforestación es un factor de riesgo clave para la pérdida de biodiversidad, y las compañías de seguros y los fondos de pensiones están empezando a desarrollar políticas y estrategias al respecto. Una encuesta realizada a 230 inversores en Asia reveló que el 21 % ha tomado alguna medida relacionada con la deforestación, y que los gestores de activos han avanzado más en este tema que los propietarios de activos (AIGCC, 2025[36]). No obstante, aunque los inversores consideran que la biodiversidad es una cuestión importante a tener en cuenta, varios señalaron que resulta difícil demostrar su relevancia financiera.

Aunque las cuestiones sociales no son el principal foco de atención de la mayoría de los inversores de fondos de pensiones y de seguros —y son pocos los que las consideran el factor más importante—, más del 70 % de los inversores globales siguen dándoles prioridad (Larcker, Tayan y Lee, 2024[34]; BNP Paribas, 2025[35]). Entre los principales factores de riesgo social que tienen en cuenta los inversores se encuentran la seguridad de los datos, la diversidad en el liderazgo y la plantilla, la salud y la seguridad de los empleados, y las prácticas salariales (Larcker, Tayan y Lee, 2024[34]). Muchas cuestiones sociales también se consideran financieramente relevantes. NOW Pensions, por ejemplo, da prioridad a la igualdad de género, ya que considera que las empresas con mayor igualdad de género tienen una ventaja competitiva y se enfrentan a menos riesgos reputacionales y normativos (UNPRI, 2024[37]). Cuando una cuestión social no se considera financieramente relevante, los inversores pueden exigir que su consideración no suponga un riesgo de perjuicio financiero.

Consideraciones y enfoques para determinar la materialidad

La materialidad de cualquier factor de riesgo concreto puede variar en función de numerosos elementos contextuales, y los inversores de fondos de pensiones y de seguros adoptan una amplia variedad de enfoques para determinar qué factores de sostenibilidad son lo suficientemente significativos como para incorporarlos a sus procesos de inversión. Las evaluaciones de materialidad suelen implicar una combinación de marcos externos y herramientas internas, así como análisis tanto cuantitativos como cualitativos.

Un punto de partida para muchas evaluaciones de materialidad financiera es el Mapa de Materialidad del SASB, que identifica los riesgos de sostenibilidad más relevantes por sector. El Mapa de Materialidad abarca 77 sectores industriales repartidos en 11 sectores económicos e incluye 26 factores de sostenibilidad relacionados con el medio ambiente, el capital social, el capital humano, el modelo de negocio y la innovación, y el liderazgo y la gobernanza (SASB, 2025[38]). El Mapa de Materialidad destaca aquellos aspectos en los que los inversores podrían querer centrar sus esfuerzos de diligencia debida a la hora de evaluar una posible oportunidad de inversión. Si bien los inversores consideran que el Mapa de Materialidad del SASB es muy útil, también han destacado la necesidad de adaptar el marco a su contexto específico. La materialidad de los factores relacionados con la sostenibilidad también depende de las diferencias geográficas y regionales, la naturaleza del fondo de inversión, el horizonte temporal y las preferencias de los clientes.

Las diferencias regionales son otro factor que se tiene en cuenta en las evaluaciones de materialidad. Algunos factores de sostenibilidad pueden tener mayor peso en determinadas jurisdicciones; por ejemplo, en Japón, donde la industria manufacturera es muy importante y las empresas de electricidad, acero y cemento son las que más emisiones generan. Algunas zonas geográficas también pueden estar más expuestas a determinados riesgos de desastres naturales, lo que podría tener un impacto más significativo en ciertos sectores que en aquellos ubicados en zonas menos expuestas. Las actitudes y prioridades locales también pueden influir. Un fondo de pensiones europeo consideró que el marco del SASB era demasiado limitado y señaló que las diferencias culturales también influyen en su evaluación de la materialidad.

La naturaleza de la cartera de inversiones es otro factor a tener en cuenta en las evaluaciones de materialidad. Los fondos de pensiones de prestaciones definidas tienden a centrarse más en la materialidad financiera, mientras que los fondos de aportaciones definidas suelen considerar la materialidad también desde una perspectiva social, sobre todo cuando los partícipes pueden elegir sus inversiones y el inversor se adapta en mayor medida a las preferencias de estos. La naturaleza del fondo de pensiones también influye en su asignación de activos, y la materialidad de los riesgos de sostenibilidad puede variar según la clase de activos.

El horizonte temporal también es importante para la materialidad. Algunos riesgos de sostenibilidad pueden cobrar mayor importancia a largo plazo, mientras que pueden resultar menos relevantes para inversiones de corta duración. Por ello, las evaluaciones de materialidad para inversiones a más largo plazo —como las realizadas por las aseguradoras de vida— pueden ser muy diferentes de las inversiones a corto plazo realizadas por las aseguradoras generales. En el caso de las pensiones, el perfil demográfico de los afiliados también influirá en la duración de la inversión. Es probable que muchos riesgos de sostenibilidad sean más significativos para los afiliados más jóvenes, que tienen un horizonte temporal de inversión mucho más largo en comparación con los afiliados que están cerca de la jubilación o ya jubilados. No obstante, no todos los inversores de fondos de pensiones y seguros tienen en cuenta el horizonte temporal a la hora de evaluar la importancia de los riesgos de sostenibilidad para sus inversiones. Esto puede deberse, en parte, a la incertidumbre del riesgo y a cómo podría materializarse a largo plazo.

Las preferencias de los clientes y los afiliados también influirán en las evaluaciones de la importancia relativa, especialmente desde una perspectiva de valores. Aunque un factor de riesgo sea financieramente relevante, los clientes pueden rechazar que se tenga en cuenta en las decisiones de inversión si no se ajusta a sus valores. En este sentido, una gestora de activos indicó que ha creado un proceso de gobernanza y seguimiento de riesgos para garantizar un marco estructurado que permita evaluar e informar sobre los riesgos y asegurar la concienciación sobre los mismos, incluso si la consideración de dichos riesgos en las decisiones de inversión no es estrictamente obligatoria. Los fondos de pensiones y las compañías de seguros que tienen en cuenta las preferencias de sus clientes o afiliados suelen enviar encuestas para recabar opiniones de sus afiliados y beneficiarios con el fin de comprender sus preferencias. Una encuesta realizada por Nippon Life, por ejemplo, puso de manifiesto que sus clientes deseaban que se diera prioridad al riesgo climático (UNPRI, 2024[39]).

Los inversores de fondos de pensiones y aseguradoras tienden a utilizar una combinación de evaluación cuantitativa y juicio cualitativo en sus valoraciones de la materialidad. Muchos han desarrollado matrices por sectores, similares al

Mapa de Materialidad del SASB, pero adaptadas a su propia visión de los riesgos y oportunidades. Por ejemplo, un fondo de pensiones ha desarrollado un método de puntuación más detallado que también tiene en cuenta el país y la clase de activos. Otro indicó que realizaba un análisis estrictamente cuantitativo para identificar, mediante pruebas retrospectivas, un dato específico relacionado con la sostenibilidad que estuviera correlacionado con rendimientos positivos, con el fin de orientar las decisiones de inversión de su cartera global. Otros señalaron que se basan principalmente en el criterio, sin un modelo sofisticado, evaluando la materialidad a través del intercambio entre equipos y aprendiendo de las buenas y malas prácticas que observan en cada sector. Las pruebas de escenarios también pueden resultar útiles para poner de relieve nuevos factores que quizá no se hubieran identificado anteriormente. Una compañía de seguros indicó que tiene en cuenta la materialidad dinámica y el grado de « » con el que un factor de riesgo puede llegar a ser más relevante con el paso del tiempo. El recuadro 3.1 ilustra en detalle la evaluación y la justificación de un fondo de pensiones respecto a los riesgos de sostenibilidad que considera relevantes.

Recuadro 3.1. Evaluación de la materialidad de la Autoridad de Fondos de Pensiones de Londres

Estrategia de inversión responsable

La Autoridad de Fondos de Pensiones de Londres (LPFA) adopta un enfoque de inversión responsable (IR) que reconoce la importancia de la salud y la estabilidad a largo plazo de los mercados financieros. El objetivo principal de la IR es reducir el riesgo de inversión y mejorar la rentabilidad ajustada al riesgo. El enfoque de IR de la LPFA se centra en dos prácticas clave:

- incorporar factores de sostenibilidad significativos en el análisis de las inversiones y la toma de decisiones
- ejercer activamente los derechos de propiedad para promover la creación de valor sostenible.

La LPFA evalúa los factores de sostenibilidad caso por caso para determinar su importancia relativa, teniendo en cuenta las normas internacionales en lugar de aplicar exclusiones generales. Los factores de sostenibilidad se tienen en cuenta a lo largo del horizonte temporal durante el cual es probable que se mantengan inversiones específicas, con el fin de proporcionar un contexto sobre cómo pueden evolucionar los riesgos y las rentabilidades, y ayudar a evaluar las oportunidades de inversión.

Marco de inversión responsable

LPFA estructura su estrategia de inversión responsable en torno a cuatro pilares estratégicos que establecen las prioridades a largo plazo del fondo y definen cómo se incorporan los factores de sostenibilidad en todas las clases de activos. Estos pilares establecen cuatro áreas de riesgo y oportunidad financieros que se consideran más relevantes para el fondo y que, a su vez, se traducen en seis temas que guían la aplicación práctica del enfoque de inversión responsable.

Pilares de la inversión responsable

- ***Cambio climático***: LPFA considera que el riesgo climático es un riesgo financiero sistémico y a largo plazo con implicaciones para todas las clases de activos, que afecta a la rentabilidad de la cartera, a las valoraciones y a las decisiones de asignación.
- ***Capital natural***: La pérdida de biodiversidad, la degradación de los ecosistemas y las limitaciones de recursos generan riesgos financieros significativos al afectar a los sistemas de producción, la fiabilidad del suministro y los costes operativos. Estos factores pueden influir en las valoraciones de los activos, el rendimiento sectorial y la resiliencia a largo plazo de la cartera.
- ***Transición justa***: La adaptación de la mano de obra, la salud pública, la equidad, el acceso a las tecnologías y la cohesión social en general se consideran fundamentales para garantizar que la transición sea eficaz y favorezca la estabilidad financiera a largo plazo.
- ***Gobernanza sólida***: La transparencia, la rendición de cuentas y la supervisión ayudan a limitar los riesgos operativos y normativos. Una gobernanza eficaz favorece una mejor gestión de riesgos y la resiliencia frente a fallos de gobernanza y amenazas cibernéticas.

Temas de inversión responsable

Los seis temas traducen estos pilares en áreas de interés fundamentales, orientando la asignación de capital y las prioridades de compromiso hacia sectores alineados con los objetivos de la inversión responsable y facilitando la identificación de riesgos de sostenibilidad significativos y oportunidades de inversión. Los temas suelen estar interrelacionados y pueden estar vinculados a varios pilares. Entre ellos se incluyen:

- Soluciones de energía renovable y distribución: la
- contaminación y la economía circular
- Remuneración justa
- Diversidad, equidad e inclusión Rendición de
- cuentas y supervisión
- Ciberseguridad y desarrollo tecnológico responsable.

Fuente: LPFA (2023[40]), Inversión Inversión Polític 2023, https://www.lpfa.org.uk/download/LPFA%20Responsible%20Investment%20Policy%20Final%202023.pdf. a

3.4.2. Objetivos y enfoques para la construcción de carteras

Los inversores de fondos de pensiones y seguros pueden, en general, adoptar un enfoque descendente o ascendente para integrar los riesgos de sostenibilidad en sus inversiones. Los enfoques descendentes suelen estar impulsados por consideraciones estratégicas y objetivos de alto nivel, y a menudo están vinculados a la asignación estratégica de activos, como por ejemplo fijar un porcentaje específico de inversión en renta fija en bonos verdes. La integración «de abajo arriba», por el contrario, se centra más en el análisis y la selección de valores individuales. Los enfoques «de arriba abajo» tienen la ventaja de permitir un enfoque más coherente en todas las carteras de inversión, pero pueden resultar más disruptivos para el proceso de inversión y las asignaciones de activos existentes (Lee, 2023[41]). En la práctica, los inversores de fondos de pensiones y de seguros suelen combinar ambos enfoques, aunque parecen recurrir en mayor medida a un enfoque «de abajo hacia arriba» a la hora de tener en cuenta los riesgos de sostenibilidad en la selección de inversiones. Los inversores también emplean diversas metodologías de « » para tener en cuenta los factores de sostenibilidad relevantes a la hora de construir sus carteras, lo que puede implicar tanto una integración «de arriba hacia abajo» como «de abajo hacia arriba».

Objetivos de inversión relacionados con la sostenibilidad

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros que adoptan un enfoque descendente suelen guiarse por objetivos o metas específicos relacionados con la sostenibilidad. Las metas vinculadas a la reducción de emisiones son unas de las más comunes. Casi una cuarta parte de los fondos de pensiones públicos y de los fondos soberanos citan como meta alcanzar las cero emisiones netas para 2050 (UNCTAD, 2023[42]). Otra encuesta sobre planes de pensiones indicó que el 70 % está adoptando objetivos de cero emisiones netas (Amundi, 2023[43]). Una de las razones por las que los objetivos de cero emisiones netas son habituales es que los datos sobre emisiones están más fácilmente disponibles, lo que facilita el seguimiento de los avances hacia el objetivo. No obstante, algunos inversores critican los objetivos de cero emisiones netas por ignorar el objetivo último de reducir las emisiones para el planeta, en lugar de hacerlo simplemente para la cartera. Un mayor nivel de emisiones por parte de determinadas empresas puede no ser negativo en la medida en que sean capaces de gestionar su actividad de forma más eficiente que otras, y retirar la financiación a las empresas que contribuyen a la transición podría resultar perjudicial para el objetivo de reducir las emisiones en beneficio del planeta.

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros también pueden vincular sus objetivos de sostenibilidad con otros marcos, siendo el más común los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas. Más de la mitad de los signatarios de los Principios de Inversión Responsable (PRI) hacen referencia a los ODS en sus políticas de inversión (UNPRI, 2025[44]). Del mismo modo, casi la mitad de los fondos de pensiones públicos y los fondos soberanos tienen en cuenta al menos un ODS en sus decisiones de inversión, una proporción que ha aumentado rápidamente en los últimos años. No obstante, algunos fondos consideran la elaboración de informes sobre

ODS como un ejercicio de correspondencia, en lugar de utilizar el marco para orientar su estrategia de inversión (UNCTAD, 2023[42]). Otros marcos a los que suelen hacer referencia los inversores incluyen el Acuerdo de París, los Principios Rectores de las Naciones Unidas sobre las Empresas y los Derechos Humanos, las normas de la OCDE (en particular, las Directrices de la OCDE para las empresas multinacionales sobre conducta empresarial responsable y la Guía sobre conducta empresarial responsable para inversores institucionales) y la taxonomía de la UE (UNPRI, 2025[44]). Los propietarios de activos suelen hacer referencia a dichos marcos en sus políticas de inversión con mayor frecuencia que los gestores de activos (UNPRI, 2025[44]).

En el caso de los inversores de fondos de pensiones y de seguros, la consideración de factores relacionados con la sostenibilidad suele estar motivada principalmente por su interés en optimizar la rentabilidad y la gestión del riesgo. Por ello, no cuentan necesariamente con objetivos específicos vinculados a la sostenibilidad, y consideran los factores de sostenibilidad como una parte inherente de su proceso de selección de inversiones. Algunos inversores de fondos de pensiones no cuentan con objetivos vinculados a la sostenibilidad porque consideran que dichos objetivos entran en conflicto con su obligación de lograr la mejor rentabilidad para sus afiliados, ya que podrían limitar su universo de inversión. Aunque la mayoría de los inversores se centran en la mitigación del riesgo, pueden invertir con el fin de generar un impacto positivo cuando también se espera que ello mejore la rentabilidad; por ejemplo, invirtiendo en comunidades para permitir que las empresas continúen sus operaciones a largo plazo.

Además, muchos inversores sí tienen compromisos climáticos, aunque no cuenten con objetivos específicos, lo que les permite disponer de mayor flexibilidad a la hora de seleccionar sus inversiones. Entre los signatarios de los PRI, el 69 % cuenta con una política climática, aunque no tengan objetivos específicos relacionados con el clima (UNPRI, 2025[44]). La atención prestada al clima es aún mayor entre los fondos de pensiones públicos y los fondos soberanos, ya que más del 80 % cuenta con una estrategia para gestionar el riesgo climático o reducir las emisiones (UNCTAD, 2023[42]). La descarbonización de las carteras es una prioridad para casi tres cuartas partes de los inversores mundiales, y el 45 % de los inversores encuestados en Asia por « » han adoptado políticas de inversión para abandonar los combustibles fósiles (BNP Paribas, 2025[35]; AIGCC, 2025[36]).

Enfoques de inversión para tener en cuenta la sostenibilidad en la construcción de carteras

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros adoptan diversos enfoques para integrar los riesgos que afectan a la sostenibilidad de sus carteras a la hora de construirlas. El uso de criterios para excluir determinadas inversiones de la selección es un primer paso habitual en el proceso. Los inversores también pueden aplicar un filtro positivo para seleccionar inversiones, invertir en determinados temas relacionados con la sostenibilidad o integrar el análisis de los riesgos y oportunidades de sostenibilidad de forma ascendente al llevar a cabo la diligencia debida sobre posibles inversiones.

El enfoque de inversión adoptado puede estar vinculado a la naturaleza del riesgo concreto y a si este es significativo desde el punto de vista financiero o desde una perspectiva social o de valores. Las exclusiones y la selección tienden a basarse más en los valores, mientras que una integración más amplia se centra más en el riesgo y la rentabilidad. La inversión temática y de impacto puede relacionarse con ambos aspectos, con el objetivo, por ejemplo, de promover determinados objetivos relacionados con la sostenibilidad y, al mismo tiempo, aprovechar las oportunidades de inversión en las que empresas innovadoras buscan abordar ciertos problemas de la sociedad.[6] El recuadro 3.2 describe cómo un inversor percibe e integra estos diferentes enfoques.

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros recurren cada vez más a criterios de exclusión para tener en cuenta consideraciones de sostenibilidad más amplias, en particular las relacionadas con el clima y las emisiones. La proporción de fondos de pensiones públicos y fondos soberanos que se basan en criterios de exclusión o en la selección negativa aumentó del 40 % en 2020 al 63 % en 2023 (UNCTAD, 2023[42]). Históricamente, los criterios de exclusión se han vinculado a estándares y normas internacionales o a requisitos legales, siendo las exclusiones más comunes las relacionadas con el trabajo infantil, las armas controvertidas o las violaciones de los derechos humanos. El tabaco ha sido otra exclusión basada en valores que se cita con frecuencia. Estos criterios suelen estar vinculados al riesgo reputacional percibido. Más recientemente, los criterios de exclusión incluyen con mayor frecuencia factores medioambientales, como el carbón o el petróleo. Los inversores de fondos de pensiones y de seguros también están valorando si deben ajustar sus políticas de exclusión —y de qué manera— a medida que evolucionan los valores sociales, por ejemplo, en lo que respecta a las armas nucleares o convencionales y a la defensa.

Recuadro 3.2. Marco de política de inversión responsable global de Aon

Aon aplica un marco centrado en un abanico de estrategias de inversión responsable que van desde las motivadas por razones financieras hasta las motivadas por valores, o una combinación de ambas, lo que permite a los inversores seleccionar e integrar enfoques alineados con sus objetivos específicos a la hora de construir carteras de acuerdo con los mandatos de los clientes.

Tabla 3.2. Enfoques de Aon en materia de inversión responsable

Motivación	Enfoque	Descripción
Financiero	Integración	La identificación y el análisis sistemáticos de los riesgos y oportunidades de sostenibilidad financieramente relevantes, incluidos los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG), con el fin de orientar tanto la valoración como la selección de activos y mejorar la rentabilidad ajustada al riesgo a largo plazo. La integración tiene una motivación puramente financiera y no es una actividad basada en valores.
Financiera o basada en valores	de la gestión responsable	Ejercicio de los derechos de propiedad para preservar y potenciar el valor a largo plazo de los activos y, en algunos casos, para promover resultados sociales o medioambientales, incluido el apoyo a un sistema financiero que funcione correctamente.
	Temáticas	Las inversiones temáticas se centran en ideas o tendencias estructurales que no encajan directamente en las clasificaciones sectoriales o clases de activos existentes. Esto puede incluir inversiones gestionadas de forma activa en temas sostenibles.
Valores	Impacto	Buscar resultados sociales y/o medioambientales positivos, además de rentabilidad financiera. La «inversión de impacto» implica ciertas concesiones entre los objetivos financieros y los de impacto, y los inversores pueden elegir las prioridades relativas de cada uno. A veces, los inversores de impacto se clasifican a sí mismos como «primero las finanzas» o «primero el impacto» para expresar sus preferencias en cuanto a estas compensaciones, aunque se trata de un espectro y no de una preferencia binaria.
	Selección	La exclusión o desinversión en activos o empresas que puedan no estar en consonancia con los objetivos, valores o políticas del inversor.

Fuente: AON (2023[45]), Global Inversión Política , https://www.aon.com/getmedia/b9490828-4267-4943-9526-1bbfc1ce8da1/global-responsible-investment-policy.pdf.

No todos los inversores de fondos de pensiones y seguros recurren a las exclusiones, e incluso aquellos que lo hacen pueden actuar con cierta discrecionalidad a la hora de aplicarlas. Es posible que algunos no apliquen exclusiones generales por principio, al considerar que pueden tener un impacto más positivo manteniendo la inversión y colaborando con la empresa en cuestión para mejorar sus prácticas. No obstante, pueden estar dispuestos a aplicar exclusiones según cada caso concreto.

La selección positiva también está muy extendida. Entre los fondos de pensiones públicos y los fondos soberanos, el 40 % recurre a la selección positiva para sus inversiones (UNCTAD, 2023[42]). En el Reino Unido, el 80 % de los fondos de pensiones que operan como «master trust» de aportación definida han empleado criterios de selección positiva o orientaciones en la mayoría de sus estrategias de inversión predeterminadas (Simon y Greenwood, 2024[46]). Un enfoque común de selección positiva es el de «best-in-class», en el que los inversores seleccionan las inversiones con mejor rendimiento de su sector. Una encuesta indica que el 46 % de los inversores a nivel mundial emplea una estrategia «best-in-class», y los inversores de la región EMEA son más propensos a recurrir a esta estrategia en comparación con los inversores de la región APAC o de las Américas (BNP Paribas, 2025[35]).

También está aumentando el interés por la inversión temática para integrar consideraciones de sostenibilidad en las carteras de inversión. Alrededor del 50 % de los inversores a nivel mundial emplean estrategias de inversión temática, con pocas variaciones entre regiones, y algo menos del 40 % recurre a la inversión de impacto, siendo mayor el número de inversores que utilizan esta estrategia en la región de EMEA (BNP Paribas, 2025[35]). Alrededor del 70 % de los fondos de pensiones públicos y los fondos soberanos incorporaron la inversión temática o de impacto en 2022, aunque esta proporción ha disminuido ligeramente desde 2020, cuando era la estrategia más común (UNCTAD, 2023[42]). Los proveedores de planes de contribución definida del Reino Unido también están aumentando la proporción de sus inversiones en fondos de impacto (Simon y Greenwood, 2024[46]).

Sigue siendo bastante habitual un enfoque ascendente de integración general de los riesgos de sostenibilidad en la selección de activos, ya que los inversores de fondos de pensiones y de seguros tienden a centrarse en las características de riesgo y rentabilidad de

inversiones. Todos los inversores entrevistados indicaron que tienen en cuenta activamente los factores de riesgo significativos a la hora de seleccionar sus inversiones, incluidos los relacionados con la sostenibilidad, aunque es posible que no lo hagan en la misma medida en todas las clases de activos.

El enfoque de integración también puede depender de la ubicación geográfica. Para las compañías de seguros y los fondos de pensiones en mercados pequeños o concentrados, algunas exclusiones pueden no resultar prácticas, ya que eliminarían una gran proporción de las oportunidades de inversión locales.

La inclusión de consideraciones de sostenibilidad en las decisiones de inversión también puede dar lugar a una infraponderación o sobreponderación de determinadas regiones o sectores. Los mercados emergentes suelen estar más expuestos al riesgo climático y obtienen peores resultados en las calificaciones ESG. El sesgo en determinados mercados también puede deberse a diferencias en el tamaño de las empresas y a la falta de disponibilidad de datos estandarizados. Las exclusiones de combustibles fósiles pueden llevar a los inversores a infraponderar el sector energético, mientras que invertir en la transición puede dar lugar a un aumento de la inversión en tecnología (Amundi, 2024[26]).

Estas inclinaciones también pueden dar lugar a un mayor riesgo de seguimiento cuando se compara la rentabilidad del fondo con índices de referencia medios que no tienen en cuenta los factores de sostenibilidad. Un fondo de pensiones de Australia indicó que tuvo que ajustar su política de exclusión porque los administradores no querían asumir el riesgo adicional del índice de referencia, dada la prueba de rendimiento exigida por el Gobierno, sobre todo teniendo en cuenta la concentración del mercado. No obstante, el riesgo de seguimiento no siempre parece ser un problema. Otro fondo de pensiones europeo señaló que presenta un error de seguimiento reducido en su cartera de acciones cotizadas a pesar de integrar objetivos de sostenibilidad.

3.4.3. Integración de los riesgos para la sostenibilidad de las inversiones en la selección de activos

La mayoría de los inversores de fondos de pensiones y de seguros integran sistemáticamente la consideración de los riesgos de sostenibilidad significativos en sus decisiones de inversión, tanto en la selección de inversiones gestionadas internamente como en la selección de gestores de inversiones externos.

Integración en las inversiones gestionadas internamente

La integración del riesgo para la sostenibilidad de las inversiones en el proceso de selección de las inversiones gestionadas internamente implica evaluar los riesgos y oportunidades significativos identificados y utilizar esa información para fundamentar las decisiones de inversión. Para ello, es necesario en primer lugar recopilar y analizar la información y los datos pertinentes para evaluar las oportunidades de inversión. A continuación, las compañías de seguros y los fondos de pensiones deben adaptar sus procesos y metodologías de inversión para tener en cuenta dicha información y basar en ella sus decisiones de inversión. El nivel de detalle y el alcance de la integración pueden variar entre las distintas carteras de activos, y los inversores de fondos de pensiones y de seguros « » han tendido a desarrollar y ampliar gradualmente sus procesos a medida que han ido adquiriendo experiencia y recursos.

Recopilación de información y datos

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros suelen basarse en datos e investigaciones externos, así como en investigaciones y evaluaciones internas, a la hora de analizar los riesgos de sostenibilidad para fundamentar sus decisiones de inversión. Muchas compañías de seguros y fondos de pensiones comienzan la integración recurriendo a proveedores de datos externos que ofrecen a los inversores, a cambio de una tarifa, estudios y análisis sobre los riesgos de sostenibilidad. Estos proveedores ofrecen numerosos productos y servicios para fundamentar las decisiones de inversión (Tabla 3.3). Entre estos productos se incluyen datos, la selección y el seguimiento de empresas según criterios específicos, y la calificación o clasificación de empresas basada en criterios de sostenibilidad, entre otros.

Tabla 3.3. Productos y servicios de los proveedores de datos para inversores

Producto	Descripción
Datos	Proporciona información cuantitativa y/o cualitativa sobre indicadores relacionados con la sostenibilidad
Evaluación de normas	Evalúa las prácticas en relación con normas y marcos internacionales, como las directrices de la ONU o de la OCDE
Selección	Analiza la participación de las empresas en las que se invierte en actividades específicas, por ejemplo, armas, tabaco o carbón
Seguimiento de controversias	Supervisa la implicación en controversias u otros acontecimientos que puedan suponer un riesgo para la reputación o una falta de alineación con las políticas de los inversores
Clasificación	Listas o clasificaciones de empresas o productos basadas en un sistema de calificación definido
Calificaciones	Puntuaciones de inversiones (p. ej., bonos verdes), empresas o países basadas en métricas de sostenibilidad propias o personalizables y en ponderaciones
Evaluación de impacto	Evalúa el impacto de las actividades en los objetivos o resultados relacionados con la sostenibilidad, como los ODS de la ONU

Fuente: Adaptado de la Unión Europea (2021[47]).

Las compañías de seguros y los fondos de pensiones más pequeños, así como aquellos que se encuentran en una fase más temprana de integración, tienden a basarse en mayor medida en las calificaciones, que otorgan una puntuación a las empresas a partir de un cálculo ponderado de una serie de métricas de sostenibilidad e es. Los proveedores de datos más habituales identificados por los inversores son MSCI (Recuadro 3.3) y Sustainalytics. La elección puede depender de la cobertura y de las cuestiones específicas observadas en su mercado.

Recuadro 3.3. Calificaciones y datos ESG de MSCI

MSCI es un importante proveedor de índices y análisis de los mercados financieros, incluidos datos de sostenibilidad y calificaciones ESG que utilizan los inversores de todo el mundo para evaluar los riesgos y oportunidades relacionados con la sostenibilidad.

Calificaciones ESG

Las calificaciones ESG de MSCI están diseñadas para evaluar la resiliencia de una empresa ante los riesgos y oportunidades de sostenibilidad a largo plazo específicos del sector. Se centran en cómo gestiona una empresa dichos riesgos en comparación con otras empresas del mismo sector.

Los inversores institucionales utilizan las calificaciones ESG de MSCI para supervisar y comparar la exposición a los riesgos de sostenibilidad en sus carteras. Para sus calificaciones, MSCI asigna una calificación alfabética que va de AAA a CCC. Esta escala relativa al sector permite comparar la gestión de los riesgos de sostenibilidad entre empresas del mismo sector.

Datos y metodología

MSCI recopila y estandariza miles de datos procedentes de múltiples fuentes, entre las que se incluyen:

- información pública (informes de empresas, documentos presentados ante las autoridades reguladoras)
- datos alternativos (fuentes gubernamentales y de organizaciones no gubernamentales, contenidos de terceros)
- controversias y resultados en materia de gobernanza
- estructuras de gobernanza (por ejemplo, la composición del consejo de administración).

MSCI facilita sus calificaciones ESG y los datos relacionados a través de servicios de suscripción, ofreciendo herramientas e investigaciones que los inversores pueden utilizar para analizar y comparar los riesgos de sostenibilidad entre empresas y fondos.

Fuente: MSCI (2026[48]; 2024[49]), Calificaciones ESG, Documento sobre la metodología del proceso de calificación ESG, https://www.msci.com/data-and-analytics/sustainability-solutions/esg-ratings , https://www.msci.com/downloads/documents/access/sustainability-and-climate-resources-and-disclosures/msci-sustainability-and-climate-methodologies/esg-ratings/core-methodologies/esg-ratings-methodology.pdf

Las compañías de seguros y los fondos de pensiones están dejando cada vez más de basarse principalmente en las calificaciones y las utilizan más bien como un dato más para su propio análisis de los riesgos y oportunidades en materia de sostenibilidad. Esto se debe, en parte, al reconocimiento de las deficiencias bien documentadas de las calificaciones, entre las que se incluyen la falta de transparencia y comparabilidad en su metodología, su sesgo hacia las empresas más grandes y las regiones con mayores requisitos de información, así como las preocupaciones en torno a posibles conflictos de intereses y un enfoque excesivo en las políticas de las empresas en lugar de en el impacto real (OCDE, 2025[50]; OICV, 2021[51]; Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, 2021[47]). Las calificaciones estandarizadas tampoco tienen necesariamente en cuenta las especificidades locales, sobre todo en lo que respecta a cuestiones sociales y de gobernanza, debido a las diferencias geográficas y culturales. Los fondos de pensiones pueden seguir utilizando las calificaciones para obtener una indicación de dónde se encuentran las posibles lagunas y en qué deben centrar su propio análisis. Los grandes inversores de fondos de pensiones y de seguros, en particular los gestores de activos, recurren muy poco a las calificaciones, y hacen hincapié en la importancia de contar con su propia visión y narrativa en torno a las cuestiones de sostenibilidad para fundamentar sus decisiones de inversión.

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros también indicaron que recurren a otros productos de los proveedores de datos. Los servicios de selección se utilizan para garantizar que las inversiones cumplan con las normas y convenios internacionales y para hacer un seguimiento de las controversias. Sin embargo, el uso de las controversias también tiene sus limitaciones, ya que estas medidas tienden a centrarse en cuestiones que surgen en las operaciones o la cadena de suministro de una empresa, más que en la calidad de sus procedimientos de diligencia debida y de gestión de riesgos (OCDE, 2025[50]).

Muchos inversores de fondos de pensiones y aseguradoras recurren a proveedores de datos para obtener la información que utilizan en sus propios análisis de los riesgos y oportunidades relacionados con la sostenibilidad. Los gestores de activos suelen recurrir a varios proveedores de datos, aunque realizan gran parte de su análisis y evaluación de datos de forma interna. Sin embargo, el número de proveedores ha disminuido a medida que el mercado se ha ido consolidando y madurando. Los criterios utilizados para la selección de proveedores de datos incluyen la fiabilidad de los datos, la estabilidad de la empresa y la cobertura en todos los sectores.

Los datos se señalan como el principal obstáculo para la integración de los riesgos de sostenibilidad en las inversiones. El coste, la baja calidad y la falta de coherencia entre los distintos proveedores son retos que se mencionan con frecuencia (BNP Paribas, 2025[35]; Russell Investments Research, 2024[52]). Los inversores de fondos de pensiones y aseguradoras señalaron que tienen poco poder de negociación con los proveedores de datos debido a la elevada concentración del mercado. No obstante, algunos proveedores pueden ofrecer cierta flexibilidad en sus precios en función de cómo faciliten los datos; por ejemplo, si solo proporcionan datos depurados en lugar de datos preparados y agregados. Los inversores también expresaron su frustración por tener poca flexibilidad para cambiar de proveedor. Una de las razones es que hacerlo resulta costoso, ya que entonces tienen que adaptar sus propios procesos y su interfaz de datos para ajustarse al formato de datos del nuevo proveedor. Otra razón es que la cobertura de los datos puede ser muy limitada en algunas zonas geográficas o sectores, con un único proveedor —si es que hay alguno— que facilite datos para esa área, por lo que es posible que los inversores ni siquiera tengan la opción de seleccionar otro proveedor. También puede plantearse el problema de la duplicación de costes y esfuerzos, al obtener los mismos datos de múltiples fuentes, incluida la propia investigación del inversor.

Los inversores de fondos de pensiones y seguros también expresan su preocupación por la calidad de los datos, señalando incoherencias y discrepancias entre los distintos proveedores. Además, a los inversores les resulta difícil evaluar y verificar la calidad de los datos facilitados, dado el enorme volumen de los mismos. Disponer de los recursos necesarios para procesar y utilizar los datos —y no necesariamente el coste de los datos en sí— puede suponer el mayor reto. El modelo de cuota de suscripción, en el que los inversores pagan a los proveedores por sus productos, también puede ejercer presión sobre estos para que aumenten la cantidad de datos facilitados, incluso si no pueden garantizar la solidez y la calidad de dichos datos (IOSCO, 2021[51]). No obstante, los inversores entrevistados señalaron que la calidad de los datos había mejorado significativamente en los últimos años.

Si bien los proveedores de datos siguen siendo una fuente importante de información para los inversores de fondos de pensiones y seguros, estos también recurren a otras fuentes de información para fundamentar sus análisis. Lo mismo ocurre con los inversores en general: según una encuesta, la principal fuente de datos cualitativos sobre sostenibilidad para aproximadamente una cuarta parte de los inversores es su propia interacción con las empresas en las que invierten. Una proporción ligeramente inferior se basa principalmente en los informes de las empresas y en proveedores externos (Russell Investments Research, 2024[52]).

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros interactúan regularmente con las empresas en las que podrían invertir para recabar información que quizá no esté disponible públicamente. En general, las empresas parecen estar dispuestas a compartir información

con los inversores, sobre todo teniendo en cuenta el peso que tienen los grandes inversores en los mercados más pequeños. De hecho, las empresas pueden estar más interesadas en interactuar con los inversores sobre cuestiones de sostenibilidad que con los proveedores de datos, e incluso pueden interactuar de forma proactiva con algunos inversores (Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, 2021[47]). Muchos inversores indicaron que se basan en cuestionarios que envían a las empresas, lo que les ayuda a identificar riesgos potencialmente significativos.

Obtener información de las empresas en las que se invierte es especialmente importante para las inversiones en el mercado privado, donde se publica menos información. Esto puede incluir auditorías específicas sobre riesgos sociales con menor visibilidad, como la gobernanza de la cadena de suministro o las infracciones laborales. Es posible que los inversores no se planteen invertir en una empresa que no responda a su solicitud de información. No obstante, cumplimentar cuestionarios distintos para cada inversor resulta oneroso y requiere muchos recursos para las empresas. Por ello, algunas jurisdicciones, como México, están realizando esfuerzos para coordinar y estandarizar la información exigida por el mercado.

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros también colaboran con las empresas para animarlas a recopilar y facilitar más datos en ámbitos en los que hay menos información disponible o para identificar riesgos que quizá no estén teniendo en cuenta. Varios mencionaron, por ejemplo, que están colaborando con las empresas en materia de biodiversidad para que faciliten más datos y contribuyan al desarrollo de indicadores relacionados como objetivo a largo plazo, aunque actualmente no utilicen esta información para fundamentar sus decisiones de inversión. La investigación temática sobre determinadas cuestiones, como los derechos humanos, puede ayudar a identificar datos o indicadores que sirvan para evaluar dichas cuestiones.

Los proveedores de datos y los inversores de fondos de pensiones y de seguros recurren cada vez más a la tecnología para facilitar la recopilación de datos y ampliar las fuentes de datos y los indicadores en los que se basan para evaluar la sostenibilidad. La inteligencia artificial puede ayudar a automatizar los procesos de recopilación de datos y facilitar la obtención de información de las empresas. Algunos inversores también están utilizando imágenes por satélite para fundamentar su evaluación de los riesgos medioambientales, como los incendios forestales o la deforestación. La inteligencia artificial también puede facilitar la recopilación y el uso de datos no estructurados procedentes de fuentes públicas, como las redes sociales, para ofrecer información sobre las prácticas y la cultura de las empresas.

Procesos y decisiones de inversión

Los inversores de fondos de pensiones y aseguradoras recopilan información de proveedores externos, de las propias empresas y de sus propios estudios para fundamentar las decisiones de inversión que adoptan. A menudo lo hacen calculando una puntuación para las empresas o desarrollando otros indicadores o modelos para evaluar los riesgos de sostenibilidad o el impacto de una posible inversión en los objetivos relacionados con la sostenibilidad.

Un enfoque habitual que utilizan los inversores para evaluar una posible inversión consiste en calcular una calificación o una ficha de puntuación para cada empresa o inversión. Estas puntuaciones suelen ser similares a las calificaciones de sostenibilidad calculadas por proveedores de datos externos, pero integran datos o información adicional que el inversor ha recopilado y pretenden reflejar mejor las prioridades y la filosofía de inversión del inversor. Resulta útil que sean los propios gestores de inversiones quienes desarrollen los indicadores utilizados para puntuar las inversiones, en lugar de basarse en calificaciones de terceros, ya que así pueden garantizar mejor que los indicadores subyacentes reflejen los riesgos en los que desean centrarse y su filosofía de inversión.

Los factores que se tienen en cuenta en la puntuación pueden hacer referencia a temas específicos que reflejen dichas prioridades, como el clima, el gobierno corporativo o los derechos humanos. El enfoque para calcular la calificación suele variar según el sector y también puede utilizarse para clasificar el rendimiento de las empresas dentro de su sector en comparación con sus homólogas. Las puntuaciones también pueden dar lugar a clasificaciones menos detalladas, por ejemplo, agrupando las inversiones en tres categorías —buena, media y deficiente— para ofrecer una indicación de la sostenibilidad potencial de una inversión. Mientras que algunos inversores de fondos de pensiones y de seguros disponen de una puntuación de sostenibilidad independiente para sus inversiones, otros definen una ponderación para los factores de sostenibilidad e integran esa información con otros riesgos para obtener una puntuación global de la inversión que tenga en cuenta todos los riesgos.

Algunos inversores de fondos de pensiones y aseguradoras desarrollan herramientas internas más elaboradas para evaluar las inversiones en función de objetivos o riesgos específicos, como los objetivos o límites de emisiones. Dichas herramientas pueden utilizarse para optimizar

la construcción de la cartera teniendo en cuenta criterios de sostenibilidad y otros criterios de riesgo y rentabilidad. Los modelos pueden ser estrictamente cuantitativos y basarse en criterios correlacionados con primas de riesgo positivas, pero esto puede resultar más complicado en el caso de los criterios de sostenibilidad, en los que no se han observado necesariamente en el pasado impactos negativos esperados sobre la rentabilidad. Con mayor frecuencia, los modelos implican cierto grado de criterio sobre cómo los riesgos u oportunidades de sostenibilidad pueden afectar a la rentabilidad futura. No obstante, el desarrollo de herramientas internas centradas en criterios de sostenibilidad puede resultar bastante costoso, por lo que los inversores de fondos de pensiones y aseguradoras que lo hacen suelen ser aquellos que cuentan con más recursos o que pretenden diferenciarse en el mercado por su enfoque en la sostenibilidad.

Las calificaciones y los modelos internos se utilizan, por tanto, para fundamentar las decisiones de inversión de los gestores de carteras. A menudo, los gestores de inversiones utilizan estos resultados para fundamentar su criterio, en lugar de basarse en ellos para determinar la composición de su cartera. Por ejemplo, unas puntuaciones de sostenibilidad más bajas pueden dar lugar a una menor ponderación de determinados sectores en la cartera. Algunos inversores de fondos de pensiones y aseguradoras utilizan los resultados de los modelos para establecer límites flexibles. Por ejemplo, cuando una inversión se sitúa fuera de un umbral determinado, es posible que los gestores de inversiones tengan que justificar más detalladamente su decisión de invertir y obtener autorizaciones adicionales, pero eso no les impide necesariamente invertir. En ocasiones, los resultados de los modelos representan límites estrictos, de modo que las inversiones que no obtengan una calificación mínima no pueden tenerse en cuenta.

Oportunidades y retos para la integración en las carteras de activos

El enfoque de los inversores de fondos de pensiones y seguros a la hora de integrar los riesgos de sostenibilidad en sus inversiones suele variar entre sus distintas carteras de inversión (Recuadro 3.4). Además, muchos indicaron que adoptaban un enfoque gradual para la integración, comenzando de forma muy sencilla con fondos de sostenibilidad pasivos o clases de activos específicas, como las acciones cotizadas, en las que la integración resulta más fácil. De hecho, los inversores suelen integrar consideraciones de sostenibilidad « » en sus carteras de renta variable (23 % de los activos de la cartera), seguidas de capital riesgo (17 %), renta fija (15 %), infraestructuras (15 %) e inmobiliario (14 %) (BNP Paribas, 2023[53]).

Recuadro 3.4. El enfoque de Provida para la integración de los riesgos de sostenibilidad por clase de activos

Provida AFP en Chile aplica un enfoque diferenciado a la integración de los riesgos de sostenibilidad en las carteras y las clases de activos. Si bien aplica una política de inversión responsable de tipo «top-down» y cuenta con los compromisos de los Principios de Inversión Responsable (PRI) como marco general, las herramientas específicas y los esquemas de ponderación utilizados varían según la clase de activos, reflejando las diferencias en la disponibilidad de datos, los perfiles de riesgo y los procesos de inversión. Provida ha ampliado progresivamente la incorporación de los riesgos de sostenibilidad desde 2019 y, en 2024, el 64 % del total de activos gestionados (34 % en renta variable, 27 % en renta fija y 3 % en activos alternativos) se invirtió utilizando procesos que integran explícitamente consideraciones de sostenibilidad.

Renta variable local

La integración está más avanzada en la cartera de acciones gestionada internamente por Provida. Un *manual* específico *para la selección de acciones* define un sistema de puntuación basado en los fundamentos, la valoración y los riesgos de sostenibilidad. El análisis de estos riesgos se integra mediante un seguimiento mensual e incluye métricas vinculadas a cuestiones de sostenibilidad, así como a los riesgos de transición y otros riesgos relacionados con el clima. Estos factores constituyen un componente diferenciado del proceso global de evaluación de acciones utilizado por el equipo de inversión.

Fondos de inversión y ETF

En el caso de la exposición indirecta a renta variable y renta fija a través de fondos de inversión y ETF, el modelo de selección de fondos incorpora criterios de sostenibilidad de forma diferente a la de las participaciones directas. Los factores de sostenibilidad contribuyen al sistema de clasificación por cuartiles utilizado para establecer los límites internos de inversión. El seguimiento lo lleva a cabo trimestralmente la unidad de Gestión de Riesgos Financieros, y las evaluaciones de riesgos de sostenibilidad se basan principalmente en datos de proveedores externos, centrándose en identificar los riesgos y oportunidades relacionados con el clima a nivel de fondo.

Renta fija local

La integración en la renta fija sigue un enfoque orientado a la gestión de riesgos. El *«Sistema de Riesgo de Crédito»* asigna puntuaciones a los emisores basándose en métricas crediticias cualitativas y cuantitativas que incorporan factores de sostenibilidad. Las simulaciones de crisis, la materialidad específica del emisor y las consideraciones sobre el riesgo climático se tienen en cuenta en la puntuación y son revisadas trimestralmente por el Comité de Riesgo de Crédito. Dado el entorno informativo diferente en comparación con la renta variable, los riesgos de sostenibilidad representan un componente menor, pero explícito, del marco de evaluación.

Activos alternativos y mercados privados

En el caso de las inversiones alternativas, se hace hincapié en la recopilación de información y la diligencia debida. Provida se basa en gran medida en la información facilitada por las empresas o los gestores, incluidos cuestionarios y análisis de riesgos específicos de cada caso, para evaluar los riesgos de sostenibilidad significativos y los factores climáticos en contextos en los que la información pública es limitada. Estas evaluaciones se utilizan para supervisar los riesgos e identificar deficiencias en las prácticas de sostenibilidad de los activos subyacentes.

Fuente: Provida AFP (2025[54]), Informe Integrado 2024, https://www.provida.cl/content/dam/metlifecom/provida/images/newweb/pdf-new-page/memoria-anual/memorias-anuales/reporte-itegrado-proVida-afp-dise%C3%B1o.pdf .

Las opciones para integrar consideraciones de sostenibilidad en las inversiones pasivas son bastante limitadas. Los inversores no pueden hacer mucho más para integrar la sostenibilidad en sus estrategias de inversión pasiva, más allá del voto y las iniciativas de gestión responsable con las empresas en las que invierten. Sin embargo, los fondos de inversión o los ETF que tienen un objetivo vinculado a la sostenibilidad o que siguen un índice de referencia que integra factores de sostenibilidad —como un índice de referencia de transición climática— también pueden constituir un punto de partida sencillo para que los inversores comiencen a integrar la sostenibilidad en sus decisiones de inversión de manera pasiva.

Las acciones cotizadas suelen ser la cartera más fácil para integrar los riesgos de sostenibilidad, ya que hay más datos disponibles públicamente para evaluar los riesgos y oportunidades relacionados con la sostenibilidad. Por ello, es otro punto de partida habitual para que los inversores comiencen la integración. Los inversores también pueden influir en las prácticas empresariales de las empresas en las que invierten mediante el voto en las juntas de accionistas.

La integración en las carteras de renta fija resulta más complicada, lo que supone un reto especial para los inversores de fondos de pensiones y seguros, que suelen tener una mayor proporción de sus inversiones en renta fija. Las oportunidades de los inversores para influir en las prácticas de las empresas en las que invierten son limitadas, ya que no pueden votar en las juntas de accionistas, lo que también significa que la integración en las carteras de renta fija se centra más en mitigar riesgos que en aprovechar oportunidades. Algunos inversores indican que se basan principalmente en las calificaciones para integrar las consideraciones de sostenibilidad en su cartera de renta fija, combinando potencialmente una calificación de sostenibilidad con la calificación crediticia. Esto también puede incluir basarse en calificaciones ESG soberanas a la hora de decidir invertir en bonos soberanos, aunque un fondo de pensiones señaló que no se basa en índices de bonos soberanos porque no se sentía cómodo sopesando las cuestiones climáticas frente a las de corrupción.

Muchos inversores de fondos de pensiones y aseguradoras han recurrido a los bonos verdes para contar con carteras de renta fija más sostenibles. Algunos datos indican que los fondos de pensiones invierten más en bonos verdes en comparación con otros inversores (un 6,9 % frente al 4,3 % de las aseguradoras y el 1,9 % de los bancos), y que no parecen ser sensibles al precio (Boermans, 2023[55]). De hecho, los bonos verdes pueden estar sobresuscritos en algunas jurisdicciones, con rendimientos que no son competitivos con los de los bonos del Estado, lo que puede dificultar la justificación de su inversión, especialmente cuando las agendas gubernamentales dan prioridad a abordar cuestiones de sostenibilidad. Además, los inversores pueden necesitar recursos significativos para llevar a cabo la debida diligencia adecuada que garantice que los ingresos de los bonos verdes se destinan realmente a los resultados prometidos (Fixsen, 2025[56]). No obstante, algunos inversores señalaron que unas normas y criterios más estrictos para los bonos verdes han ayudado en este sentido.

Existe una importante oportunidad para integrar los riesgos de sostenibilidad en activos alternativos, como el capital riesgo y los activos reales, aunque esto debe hacerse de acuerdo con la política y el mandato de inversión. Las consideraciones de sostenibilidad para activos reales, como los inmuebles y las infraestructuras, pueden ser especialmente importantes, dado que suelen ser más susceptibles a los riesgos naturales. Sin embargo, pueden surgir dificultades en torno a la liquidez y a la falta de datos disponibles públicamente para evaluar las oportunidades de inversión en capital riesgo, lo que aumenta los recursos necesarios para garantizar una diligencia debida adecuada en las inversiones.

Muchos inversores dan prioridad a la integración en sus activos locales, donde están más familiarizados con los mercados y con los posibles riesgos y oportunidades. También puede resultar más fácil para los inversores de fondos de pensiones y de seguros interactuar con empresas locales para obtener información, y a menudo tienen una mayor influencia en sus mercados locales debido al volumen de sus inversiones. No obstante, en el caso de los mercados más pequeños, esto también puede significar que los inversores no puedan descartar ninguna oportunidad de inversión basándose estrictamente en consideraciones de sostenibilidad, ya que las oportunidades de inversión locales que cumplen los criterios de riesgo y rentabilidad de los inversores pueden ser más limitadas.

La naturaleza del negocio de las pensiones o los seguros también es una consideración importante para la integración. La integración suele ser más fácil en carteras con duraciones más largas, no solo porque los riesgos y oportunidades de sostenibilidad pueden tardar más en materializarse, sino también porque los inversores tienen menos motivos y oportunidades para interactuar con los emisores de activos a corto plazo. Por ello, es probable que el nivel de integración sea mayor en los seguros de vida que en los seguros de propiedad. No obstante, algunos riesgos relacionados con la sostenibilidad, como el climático, son muy relevantes incluso para las inversiones a corto plazo de las aseguradoras de bienes inmuebles, debido a su vínculo con las pérdidas de seguro « ». En el caso de las pensiones, las oportunidades de integración para los planes de aportación definida también pueden ser menores en comparación con los planes de prestación definida, debido a las frecuentes necesidades de valoración y liquidez.

Integración en las inversiones gestionadas externamente

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros suelen contratar a gestores externos para que seleccionen y gestionen al menos una parte de sus inversiones. Por ello, los gestores y los fondos que seleccionan deben estar en consonancia con las filosofías de inversión, las prioridades y los objetivos de los propietarios de los activos.

Por lo tanto, la mayoría de los inversores de fondos de pensiones y del sector de los seguros cuentan con un proceso formal de selección de gestores de activos externos para garantizar dicha alineación (p. ej., recuadro 3.5). Casi todos los signatarios de los PRI indican que su evaluación de los gestores externos incluye cómo estos tienen en cuenta la sostenibilidad en sus procesos de inversión (UNPRI, 2025[44]). Los criterios de evaluación pueden incluir los recursos y la experiencia de los gestores, cómo utilizan la investigación para fundamentar sus decisiones de inversión y el proceso de toma de decisiones, la integración de las cuestiones de sostenibilidad priorizadas por el propietario de los activos, las prácticas de voto y de compromiso, y los resultados relacionados con la inversión y el compromiso. Aunque es más habitual evaluar a los gestores de activos externos en el momento de la selección, muchos inversores de fondos de pensiones y de seguros también supervisan su rendimiento y sus prácticas en materia de sostenibilidad.

Recuadro 3.5. Proceso de selección de gestores de activos externos de Mercer

Una parte significativa de los clientes de Mercer invierte a través de acuerdos fiduciarios en los que Mercer Investment Solutions (Mercer IS) actúa como gestor de inversiones discrecional. Mercer IS no selecciona directamente los valores. En su lugar, designa a gestores de inversiones externos especializados para que apliquen estrategias de inversión diseñadas para cumplir con la política y los requisitos de sostenibilidad de Mercer IS. En el marco de estos mandatos delegados, la mayor parte de los activos de los clientes se invierte en un conjunto de fondos especializados multicliente gestionados por gestores de inversiones externos designados por Mercer IS. Los clientes aceptan que es posible que no tengan la capacidad de influir directamente en el enfoque adoptado por los gestores para integrar las consideraciones de sostenibilidad y gestión responsable; sin embargo, sí esperan que Mercer IS gestione sus activos de acuerdo con sus mejores intereses y con el mandato acordado. Estos gestores de inversiones externos gestionan estrategias adaptadas

para cumplir los requisitos específicos de la política de Mercer IS, que se agrupan en los Fondos Mercer y, en el caso de determinados clientes, estos fondos se agrupan en carteras.

Mercer incorpora consideraciones de sostenibilidad en su proceso de selección de gestores de inversión principalmente a través de sus calificaciones ESG, que constituyen un elemento fundamental en el análisis y la selección de gestores. Estas calificaciones evalúan en qué medida los gestores de inversión integran los factores ESG y las prácticas de gestión responsable en sus procesos de inversión, incluyendo la solidez de las estructuras de gobernanza, la dotación de recursos e es y la alineación con las prioridades de sostenibilidad de Mercer en función de la estrategia de inversión (Tabla 3.4).

Tabla 3.4. Calificaciones ESG de Mercer para gestores de inversiones

	ESG1	ESG2	ESG3	ESG4
Enfoque	Enfoque pionero en integración, en la que los criterios ESG son integrados en la inversión , con un sólido gestión responsable, que es un parte del proceso.	Coherente y repetible proceso de integración de los criterios ESG (centrado en la coherencia la gestión), prueba bien fundamentada de que gestión responsable.	Integración bien desarrollada de factores de gobernanza, menos coherencia en la y factores sociales, procesos de es ad hoc, pero Señales de progreso.	Poca o ninguna integración de factores ESG o la gestión responsable en la y la ausencia de un indicio de futuras cambio.
Pasivos	Líderes en la votación y de participación en materia de ESG, actividades de gestión responsable y iniciativas ESG emprendidas de forma coherente a nivel global, vínculo claro entre participación y voto acciones.	Enfoque firme respecto a la participación electoral y compromiso en temas e iniciativas de ESG a a nivel regional, con los avances logrados a nivel mundial nivel, trabajando para lograr una vínculos entre el voto y compromiso.	Enfoque en la participación electoral y el compromiso tiende a centrarse en el gobierno corporativo temas únicamente, o de forma más regional centradas en un ámbito regional, con menos indicios de factores medioambientales y sociales (en la votación y la participación, así como así como en otras iniciativas ESG internas iniciativas).	Pocas o ninguna iniciativa se han emprendido para desarrollar votación y capacidad de participación, compromisos reactivos y se han logrado pocos avances en otras iniciativas ESG.

Fuente: Mercer, (2024[57]), Informe de sostenibilidad y gestión responsable de Mercer Investment Solutions 2024, https://investment-solutions.mercer.com/content/dam/mercer-subdomains/delegated-solutions/responsible-investment/Mercer%20Sustainability%20and%20Stewardship%20Report.pdf

Mercer complementa las calificaciones con un seguimiento sistemático de las actividades de gestión responsable de los gestores. Las evaluaciones tienen en cuenta cómo los gestores de inversiones incorporan los temas prioritarios de compromiso global de Mercer —cambio climático, biodiversidad y capital natural, prácticas laborales y derechos humanos, y diversidad, equidad e inclusión— en sus procesos de inversión y prácticas de propiedad activa.

Este análisis cuenta con el respaldo de MercerInsight, la plataforma digital de análisis de inversiones de Mercer que recopila datos estructurados de los gestores de inversiones y proporciona herramientas para convertir dichos datos en gráficos, tablas y análisis comparativos. La plataforma permite a Mercer evaluar de forma integral los enfoques de los gestores respecto a la integración de la sostenibilidad, abarcando políticas, gobernanza, dotación de recursos, toma de decisiones de inversión, actividades de gestión responsable y cuestiones temáticas como el riesgo climático, los impactos sobre la biodiversidad y la diversidad y la inclusión.

Fuente: Mercer (2024[57]), Informe de sostenibilidad y gestión responsable de Mercer Investment Solutions 2024, https://investment-solutions.mercer.com/content/dam/mercer-subdomains/delegated-solutions/responsible-investment/Mercer%20Sustainability%20and%20Stewardship%20Report.pdf

Las evaluaciones de los gestores externos varían en función de su grado de estandarización o de adaptación a los distintos gestores y enfoques. El primer paso para evaluar a los gestores externos suele basarse en un cuestionario. Algunas evaluaciones siguen un enfoque más automático basado en una lista de verificación. Los procedimientos también pueden ser más automáticos para las clases de activos sobre las que se dispone de más información, como los valores cotizados. Sin embargo, los procedimientos más exhaustivos tienen por objeto adoptar un enfoque más basado en principios para evitar limitarse a marcar casillas y comprender mejor la filosofía del gestor. Los procesos también pueden variar según la clase de activos, dadas las necesarias

diferencias en los enfoques de integración entre las distintas carteras. Esto puede implicar una recopilación adicional de datos y reuniones con el gestor para obtener una evaluación más holística. Dichas evaluaciones pueden requerir un mayor ejercicio de criterio basado en el diálogo y las interacciones con los gestores, así como en la comprensión resultante de cómo incorporan los marcos de sostenibilidad en sus procesos de inversión.

Las evaluaciones de los gestores externos suelen dar lugar a una calificación o a una ficha de evaluación. Estas pueden consistir en una clasificación de los gestores o en una categorización que agrupe a los gestores en una de tres categorías de integración (por ejemplo, baja, media, alta). Algunas evaluaciones dan lugar a una calificación específica de sostenibilidad para los gestores, pero también pueden incluir criterios de rendimiento financiero para ofrecer una visión más completa de la calidad del gestor. Las consultoras suelen realizar sus propias evaluaciones de los gestores externos para elaborar calificaciones que compartir con sus clientes. Algunos inversores se basan más en las interacciones con el gestor externo para evaluar si sus prácticas se ajustan a las políticas de inversión, en lugar de en cualquier sistema de puntuación. Otros intentan influir activamente y mejorar las prácticas y procedimientos de los gestores externos que evalúan, en lugar de limitarse a aceptar la calificación resultante tal cual. En estos casos, los equipos encargados de la selección se pondrán en contacto con el gestor externo para señalarle las áreas en las que podría mejorar y alinear mejor sus prácticas con las prioridades clave en materia de sostenibilidad.

Los inversores pueden tener límites estrictos a la hora de decidir si pueden contratar o no a un gestor externo. Algunos de estos límites estrictos incluyen la implicación en controversias legales, la falta de alineación con las filosofías y objetivos de sostenibilidad —como la descarbonización— o no haber obtenido una calificación o puntuación mínima en la evaluación. Otros no han definido un rendimiento mínimo que impida trabajar con un gestor externo. Sin embargo, incluso si el gestor externo se considera aceptable, varios inversores destacaron que resultaba bastante difícil garantizar que las inversiones realizadas por los gestores externos se ajustaran realmente a las políticas y objetivos internos.

3.4.4. Gestión de riesgos

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros también se muestran activos a la hora de supervisar los riesgos de su cartera y de tomar medidas para gestionarlos y mitigarlos. Recurren a diversos indicadores, herramientas y metodologías para evaluar los riesgos, a menudo centrándose en un tema específico, como el clima. Las actividades de gestión responsable y de compromiso son fundamentales para la gestión de los riesgos de sostenibilidad, y los inversores utilizan su poder financiero para influir en las empresas a fin de que adopten prácticas más sostenibles.

Seguimiento y evaluación de riesgos

Muchos inversores de fondos de pensiones y de seguros desarrollan indicadores y medidas para supervisar su exposición al riesgo y los avances hacia los objetivos y metas de sostenibilidad. Más de la mitad de los mayores fondos de pensiones públicos y fondos soberanos utilizan indicadores clave de rendimiento (KPI) para evaluar la sostenibilidad de sus carteras, siendo los más comunes los relacionados con el clima y las emisiones (UNCTAD, 2023[42]). Los indicadores pueden ser estándar o desarrollados internamente. El uso de indicadores elaborados por los propios gestores de carteras, en lugar de los de terceros, puede garantizar que las medidas se ajusten a la realidad y a la filosofía de inversión aplicada.

Algunos inversores de fondos de pensiones y de seguros han desarrollado herramientas de paneles de control que permiten el cálculo y el análisis de numerosas métricas para obtener una visión personalizada y transparente de las exposiciones al riesgo de las carteras. Dichas herramientas pueden consolidar información procedente de fuentes de datos externas e internas para calcular una variedad de métricas por inversión, a nivel de cartera o por clase de activos o gestor de inversiones. Complementar los datos cuantitativos con una perspectiva cualitativa puede proporcionar información útil sobre las exposiciones a los riesgos naturales y las opciones para mitigarlos.

Los inversores de fondos de pensiones y aseguradoras también llevan a cabo evaluaciones más exhaustivas del riesgo de la cartera en temas específicos. Los inversores revisan con frecuencia el riesgo de litigios climáticos contra las empresas en las que invierten, ya que los litigios no solo son costosos en sí mismos, sino que también pueden suponer un riesgo reputacional significativo que puede afectar al valor a largo plazo (EY, 2024[58]). La herramienta Aladdin de Blackrock integra métricas de riesgo relacionadas con el clima para apoyar

la gestión de riesgos y la presentación de informes de los clientes (BlackRock, 2025[59]). El fondo de pensiones AP2 de Suecia ha desarrollado su propio modelo cuantitativo para evaluar el riesgo en materia de derechos humanos en su cartera de acciones, que identifica los riesgos que a menudo conducen a violaciones de los derechos humanos (UNPRI, 2024[60]).

Los inversores de fondos de pensiones y seguros evalúan con frecuencia el rendimiento de sus carteras frente a índices de referencia para comparar la rentabilidad financiera o el progreso hacia determinados objetivos de sostenibilidad. Algunos se basan en índices de referencia que incorporan consideraciones medioambientales u otras relacionadas con la sostenibilidad, tomando a menudo como punto de partida sus inversiones pasivas (Amundi, 2024[26]). Una gestora de activos realiza un seguimiento de su progreso en relación con índices de referencia alineados con el clima para gestionar mejor los riesgos de activos varados y de transición, pero supervisa al mismo tiempo cómo se está descarbonizando la economía para limitar su error de seguimiento y asegurarse de que el índice de referencia siga siendo relevante. La mayoría, sin embargo, parece basarse en índices de referencia estándar para evaluar el rendimiento financiero. Una de las razones es que no confían en la metodología que subyace a la construcción de índices de referencia que incorporan consideraciones de sostenibilidad (Amundi, 2024[26]). Otras razones pueden estar relacionadas con los requisitos normativos, como en Australia, donde se imponen a los fondos de pensiones índices de referencia de rendimiento que no reflejan adecuadamente los riesgos de sostenibilidad. Los inversores también pueden considerar que la integración de criterios de sostenibilidad no debe traducirse en una merma de la rentabilidad y, por lo tanto, los índices de referencia estándar siguen siendo adecuados.

Existe un creciente interés por utilizar pruebas de estrés y escenarios climáticos para evaluar la resiliencia de las carteras frente a los riesgos físicos y de transición. Muchos inversores en Asia han llevado a cabo evaluaciones exhaustivas de los riesgos físicos para valorar los impactos meteorológicos y climáticos, dada la importancia de estos riesgos en la región (AIGCC, 2025[36]). Algunas jurisdicciones, como México, están desarrollando modelos para evaluar escenarios de impactos climáticos en la economía real y los mercados financieros, destinados al uso general de las partes interesadas afectadas. Sin embargo, varios inversores de fondos de pensiones y de seguros siguen mostrándose escépticos respecto a los escenarios climáticos externos que se han desarrollado y a la metodología utilizada, ya que los consideran excesivamente simplistas o demasiado opacos como para poder explicar los resultados a los reguladores y supervisores. Por ello, algunos han desarrollado sus propios escenarios o han adaptado los existentes para reflejar mejor sus puntos de vista y necesidades internas (Recuadro 3.6). Dichos escenarios pueden tener en cuenta factores como la tecnología, la evolución de las políticas, las opiniones del mercado y las preferencias, además de los impactos físicos de los riesgos climáticos. Sin embargo, por el momento, los inversores de fondos de pensiones y de seguros parecen utilizar el análisis de escenarios más como una herramienta para fomentar la concienciación y la formación internas que para fundamentar sus decisiones de inversión.

Recuadro 3.6. Ilustración de cómo dos inversores de fondos de pensiones integran el análisis de escenarios climáticos en sus procesos de gestión de riesgos

GPIF

El Fondo de Inversión de Pensiones del Estado (GPIF) de Japón utiliza el modelo de «valor en riesgo climático» (CVaR) para evaluar el posible impacto financiero de los riesgos y oportunidades relacionados con el clima en su cartera, en el marco de ocho escenarios diferentes, incluidos tres en los que el aumento de la temperatura global alcanza los 3,0 °C. El CVaR cuantifica las pérdidas esperadas en casos extremos y evalúa los riesgos de transición, los riesgos físicos y las oportunidades derivadas de las tecnologías verdes en activos como las acciones y los activos alternativos.

Alecta

Alecta, en Suecia, lleva a cabo pruebas de estrés en toda su cartera frente a múltiples escenarios climáticos, incluidas las trayectorias de 1,5 °C y 2 °C, utilizando hipótesis sobre el precio del carbono y modelos de riesgo de transición. El análisis comienza a nivel de empresa, incorporando datos de emisiones de Alcance 1 a 3, y se agrega para evaluar la exposición de la cartera. Además, Alecta supervisa la alineación implícita de la temperatura con respecto a los objetivos del Acuerdo de París.

En un escenario de 1,5 °C, el análisis indica que las valoraciones de las acciones podrían descender significativamente, lo que pone de relieve el posible impacto financiero de los riesgos de transición. Estas conclusiones sirven de base para el compromiso de Alecta

: se da prioridad al diálogo con aquellas empresas que se consideran desalineadas o que plantean preocupaciones en materia de ESG, con el objetivo de fomentar una mejor acción climática y una mejor gestión de riesgos.

Fuente: GPIF (2024[61]), Sostenibilidad Inversión , https://www.gpif.go.jp/en/investment/Sustainability_Investment_Report_2024_E_02.pdf, Alecta (2024[62]), Informes climáticos según el TCFD, https://www.alecta.se/media/xqrjr4ob/alecta-klimatredovisning-2024.pdf.

Los supervisores prestan cada vez más atención a cómo los inversores tienen en cuenta los factores de sostenibilidad en sus procesos de gestión del riesgo . Aunque no es habitual que se impongan requisitos estrictos, algunos supervisores están promoviendo un enfoque más coherente y armonizado entre los inversores (Recuadro 3.7).

Recuadro 3.7. Guía del De Nederlandsche Bank (DNB) para la gestión de los riesgos relacionados con el clima y la naturaleza

La Guía del DNB *para la gestión de los riesgos* relacionados con el clima *y* la naturaleza establece prácticas específicas por sectores destinadas a apoyar a las entidades financieras en la gestión de dichos riesgos. Sirve como referencia supervisora que explica cómo estos riesgos pueden incorporarse a los elementos fundamentales de los marcos de gestión de riesgos de las entidades, incluidos los modelos de negocio, los mecanismos de gobernanza, los procesos de gestión de riesgos y la divulgación de información. Aunque las prácticas descritas no son jurídicamente vinculantes, interpretan los requisitos normativos vigentes e ilustran enfoques que satisfacen las expectativas de las autoridades de supervisión. La guía refleja asimismo la evolución normativa reciente y los nuevos conocimientos analíticos, proporcionando a las entidades una visión general organizada y actualizada de las expectativas en este ámbito.

Además de esbozar los principios generales, la guía ofrece ejemplos metodológicos e identifica áreas que los supervisores consideran especialmente relevantes para la integración efectiva de los riesgos de sostenibilidad. Entre ellas se incluyen el uso de análisis de escenarios prospectivos, evaluaciones más detalladas a nivel sectorial y de clase de activos, y la alineación de los planes de acción climática con los procesos de planificación estratégica de las entidades. La guía se utiliza como parte del diálogo de supervisión y de las evaluaciones basadas en el riesgo, con el objetivo de promover prácticas más coherentes y apoyar a las entidades en el desarrollo de su gestión de los riesgos relacionados con el clima y la naturaleza.

Fuente: DNB (2025[63]), Guía para la gestión de riesgos relacionados con el clima y la naturaleza, https://www.dnb.nl/media/fbjjzf1o/guide-to-managing-climate-and-nature-related-risks-update-september-2025.pdf

Participación y gestión responsable

Las actividades de compromiso y gestión responsable cobran cada vez más importancia para la integración de los riesgos para la sostenibilidad de las carteras en los procesos de inversión. El compromiso con las empresas en relación con sus prácticas empresariales y el fomento de que se centren en la sostenibilidad a largo plazo son medios que permiten a los inversores mitigar los riesgos de sostenibilidad que han identificado en sus propias carteras y garantizar la alineación con sus objetivos y prioridades de sostenibilidad . No obstante, el compromiso es una actividad que requiere muchos recursos y garantizar su eficacia puede suponer un reto.

Enfoques de compromiso y gestión responsable

La votación en las juntas de accionistas es la primera vía de que disponen los inversores de fondos de pensiones y de seguros para influir en las decisiones y prácticas de las empresas de sus carteras de acciones cotizadas. Muchos recurren a servicios de voto por delegación, aunque algunos también gestionan el proceso de votación internamente. Entre los signatarios de los PRI, alrededor del 60 % cuenta con una política o directrices de voto por delegación, y la mitad de ellos aborda los riesgos de sostenibilidad (UNPRI, 2025[44]).

Alrededor del 45 % de los mayores fondos de pensiones públicos y fondos soberanos recurren al voto por representación (UNCTAD, 2023[42]). Otros optan por gestionar su voto internamente. ATP, en Dinamarca, gestiona su propio voto basándose en la convicción de que combinar las actividades de gestión responsable y de inversión mejora las decisiones de inversión (ATP, 2025[64]). Los gestores de activos suelen ser más propensos a gestionar su compromiso de forma interna, y muchos cuentan con equipos dedicados a la gestión responsable. La decisión de externalizar las actividades de compromiso también puede estar relacionada con la importancia financiera de una cartera. Los gestores de activos pueden externalizar el compromiso para aquellas clases de activos en las que no tienen suficiente peso por sí mismos.

Los inversores parecen adoptar un enfoque práctico respecto al compromiso, con el objetivo de equilibrar el riesgo y la rentabilidad. Los inversores de fondos de pensiones y de seguros pueden presentar y votar propuestas de accionistas para que las empresas adopten determinadas medidas, como mejorar su trayectoria de descarbonización o sus prácticas laborales. No obstante, el apoyo a este tipo de propuestas ha ido disminuyendo, en parte como consecuencia del aumento del número de propuestas prescriptivas presentadas, que pueden considerarse costosas e impracticables de aplicar y que tendrían un impacto negativo en la rentabilidad (EY, 2024[58]; ECGI, 2025[65]).

Muchos inversores de fondos de pensiones y de seguros también recurren a la gestión colaborativa con otros inversores de su región o sector. Entre los signatarios de los PRI, el 48 % de los propietarios de activos prefiere ahora la gestión colaborativa, una proporción superior a la de los gestores de inversiones (PRI, 2025[66]). La participación colectiva puede reducir el coste y los recursos necesarios para interactuar, y, de forma conjunta, los inversores tienen más peso para influir en las decisiones y prácticas de las empresas.

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros también mantienen un diálogo bilateral con los consejos de administración y la dirección de las empresas sobre cuestiones y prácticas de sostenibilidad. Dicho diálogo suele centrarse en cuestiones específicas que los inversores han identificado como importantes. Si bien este diálogo puede utilizarse para mejorar las prácticas y la divulgación de información de las empresas, los inversores han señalado que también es un medio para intercambiar opiniones sobre temas sobre los que les gustaría aprender más, como la biodiversidad, y debatir conjuntamente cómo abordar y avanzar en esas cuestiones.

Sin embargo, algunos inversores pueden mostrarse reacios a impulsar prácticas más sostenibles si ello pudiera tener un impacto negativo en los beneficios a corto plazo, incluso si los cambios probablemente condujeran a una mayor rentabilidad a largo plazo. Las razones para ello podrían ser que los inversores consideren que su cartera está suficientemente diversificada con respecto a los riesgos de sostenibilidad e es, o que tengan dificultades para demostrar cuantitativamente la importancia financiera de una cuestión determinada (EY, 2024[58]).

Priorización de las actividades de gestión responsable

Aunque son importantes, las actividades de gestión responsable pueden requerir muchos recursos, y los inversores deben priorizar en qué cuestiones intervenir y con quién. Entre los criterios que utilizan los inversores de fondos de pensiones y de seguros para priorizar sus recursos se incluyen la materialidad financiera, el potencial de impacto o, en términos más generales, la alineación de las prácticas de inversión con sus propios objetivos relacionados con la integración de las consideraciones de sostenibilidad. La materialidad financiera es un factor clave para la interacción con las empresas. Una encuesta global indicó que el 77 % de los inversores da prioridad a las cuestiones que probablemente tengan repercusiones financieras, entre ellas el clima, el capital humano y la ciberseguridad (Georgeson LLC, 2025[32]). Varias partes interesadas dan prioridad al diálogo con las empresas que presentan las mayores exposiciones al carbono en sus carteras o regiones. Otro fondo de pensiones se centra en empresas que se han visto envueltas en una controversia medioambiental.

Las prioridades y los objetivos de sostenibilidad de los inversores de fondos de pensiones y de seguros también pueden orientar los temas en los que se centran a la hora de entablar diálogo. Los inversores pueden disponer de una lista reducida de empresas con las que entablar diálogo y establecer sus prioridades en consonancia con sus propios intereses y objetivos relacionados con la descarbonización, la divulgación de información, el gobierno corporativo o sus valores y filosofía de inversión. Se pueden utilizar cuadros de mando para calificar a las empresas en cuestiones prioritarias con el fin de supervisar su progreso y el impacto del diálogo. AP2, que ha dado prioridad a la consideración de los derechos humanos en sus inversiones, se basa en su modelo interno de resultados en materia de derechos humanos para identificar a qué empresas debe dar prioridad a la hora de entablar un diálogo (UNPRI, 2024[60]).

Otros inversores de fondos de pensiones y aseguradoras dan prioridad al diálogo allí donde consideran que tienen más probabilidades de ejercer influencia. De hecho, una encuesta indicó que el 65 % de los inversores se centran en aquellas empresas en las que es probable que tengan mayor influencia (Georgeson LLC, 2025[32]). Estos inversores pueden, por ejemplo, mostrarse más dispuestos a entablar un diálogo con empresas en las que tienen una participación mayor o con aquellas que se han mostrado más receptivas al diálogo en el pasado. Pueden considerar que tienen un mejor acceso a las empresas de sus carteras de capital riesgo para interactuar con ellas en cuestiones de sostenibilidad (Amundi, 2024[26]). La evaluación interna de riesgos también puede ofrecer una indicación del impacto potencial. Una gestora de activos señaló que las calificaciones internas de sostenibilidad de sus inversiones ayudan a priorizar con quién interactuar, ya que aquellas situadas en el extremo inferior tienen un mayor potencial de mejora.

En el caso de determinadas clases de activos, el diálogo puede ser la principal vía para que los inversores de fondos de pensiones y de seguros integren las consideraciones de sostenibilidad. Los inversores en fondos pasivos e indexados tienen poca influencia a la hora de decidir qué empresas se incluyen, y el único medio del que disponen para influir en su exposición al riesgo es entablar un diálogo con las empresas con el fin de mejorar sus prácticas. Los inversores también tienden a entablar diálogo con sus inversiones en renta fija, dados los limitados criterios de sostenibilidad en los que basar la selección de dichas inversiones. Entre los signatarios de los PRI, el 81 % lleva a cabo actividades de gestión responsable en relación con sus carteras de renta fija (UNPRI, 2025[44]). Los inversores también pueden dar prioridad al diálogo con los emisores de inversiones ilíquidas para asegurarse de que disponen de los datos necesarios para evaluar su exposición al riesgo.

Lograr que la gestión responsable sea creíble

Los inversores de fondos de pensiones y de seguros llevan a cabo actividades de gestión responsable para influir en las prácticas empresariales y, si no logran ejercer esa influencia, deben tomar medidas para que su compromiso resulte creíble. La desinversión es la principal opción disponible, pero muchos inversores se muestran reacios a desinvertir porque consideran que pueden ser más eficaces a la hora de cambiar las prácticas si mantienen su inversión. Además, si desinvierten, es posible que otros inversores no tengan las mismas prioridades en materia de sostenibilidad, lo que podría perpetuar prácticas empresariales insostenibles. No obstante, algunos inversores de fondos de pensiones y de seguros indicaron que considerarían la posibilidad de desinvertir si no observaran avances en un plazo de dos a tres años.

Los inversores de fondos de pensiones y aseguradoras disponen de otras opciones para ejercer una mayor influencia si su diálogo con una empresa no ha logrado mejorar sus prácticas. En lugar de desinvertir, algunos pueden intensificar sus actividades de diálogo con las empresas problemáticas. Esto puede implicar intensificar el diálogo con los emisores de deuda corporativa (UNPRI, 2025[44]). Sin embargo, una herramienta de intensificación más habitual en el ámbito de la renta fija es negarse a invertir en futuras emisiones de deuda (UNPRI, 2025[44]). Otros pueden adoptar una postura más firme frente al emisor e . Una encuesta global reveló que el 33 % de los inversores votaría en contra de la dirección si no estuvieran satisfechos con los avances de la empresa (Georgeson LLC, 2025[32]).

3.5. Perspectivas de futuro

La comprensión y la consideración de los riesgos que pueden afectar a la sostenibilidad de las carteras en los procesos de inversión están evolucionando rápidamente. Las normativas que obstaculizan o promueven la integración de los riesgos de sostenibilidad en los procesos de inversión y gestión de riesgos de los inversores de fondos de pensiones y seguros son un factor clave que impulsa la consideración de estos riesgos por parte de los inversores. Sin embargo, a medida que la integración se generalice, es probable que muchos de los otros factores analizados en este capítulo adquieran mayor influencia. La forma en que los inversores están adaptando sus marcos institucionales y sus procesos de inversión también debería evolucionar a medida que adquieran más experiencia en la evaluación de estos riesgos y que los datos y la información pertinentes sean cada vez más accesibles.

El panorama normativo también seguirá evolucionando. La *base de datos* de la OCDE *sobre medidas para incorporar factores de riesgo ambiental, social y de gobernanza en las inversiones de seguros y pensiones* se actualizará periódicamente y debería servir como una valiosa referencia para seguir de cerca la evolución mundial en este ámbito.

Referencias

AIGCC (2025), *The State of Investor Climate Transition in Asia*, https://aigcc.net/wp-content/uploads/2025/04/AIGCC-Climate-Transition-Report_April2025.pdf. [36]

Alecta (2024), *«Climate Reporting according to TCFD»*, https://www.alecta.se/media/xqrjr4ob/alecta-klimatredovisning-2024.pdf. [62]

Allianz (2023), *Informe de sostenibilidad 2023*, https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/sustainability/documents/Allianz_Group_Sustainability_Report_2023-web.pdf. [29]

Amundi (2024), *«Enfoques de los inversores institucionales respecto a la inversión responsable: conclusiones de una encuesta a inversores y de la investigación académica»*, https://research-center.amundi.com/article/institutional-investors-approaches-responsible-investing. [26]

Amundi (2023), *«Los planes de pensiones que adoptan criterios ESG exigen un nuevo enfoque de inversión»*, https://research-center.amundi.com/article/pension-plans-embracing-esg-demand-new-investment-approach. [43]

AON (2023), *«Política global de inversión responsable»*, https://www.aon.com/getmedia/b9490828-4267-4943-9526-1bbfc1ce8da1/global-responsible-investment-policy.pdf. [45]

ATP (2025), *Sostenibilidad*, https://www.atp.dk/en/sustainability. [64]

Ministerio de Hacienda de Australia (2026), *«Mejorar la eficiencia de la información financiera relacionada con el clima»*, https://consult.treasury.gov.au/c2026-778607. [7]

Barnett Waddingham LLP (2025), *Presentación para el proyecto ESG de la OCDE*. [5]

Bauer, R. y P. Smeets (2021), «Eliciting Pension Beneficiaries' Sustainability Preferences: Why and How?», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.3890879. [22]

BlackRock (2025), *Informe climático de 2024*, https://www.blackrock.com/corporate/literature/continuous-disclosure-and-important-information/climate-report-blkinc.pdf. [59]

BNP Paribas (2025), *«Encuesta ESG 2025»*, https://securities.cib.bnpparibas/esg-survey-2025/. [35]

BNP Paribas (2023), *«ESG Global Survey 2023»*, https://securities.cib.bnpparibas/app/uploads/sites/3/2023/12/esg-global-survey-consolidated-report.pdf. [53]

Boermans, M. (2023), «Preferred habitat investors in the green bond market», *Journal of Cleaner Production*, vol. 421, p. 138365, https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.138365. [55]

Boni, L. y L. Scheitza (2025), «Análisis del papel de la regulación en la configuración de la financiación privada para la sostenibilidad en la Unión Europea», *Finance Research Letters*, vol. 71, https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106435. [12]

CFA Institute (2024), *Informe de la encuesta sobre el marco regulador de los criterios ESG en la UE*, https://rpc.cfainstitute.org/sites/default/files/-/media/documents/survey/esg-regulatory-framework-eu.pdf. [13]

Dhondt, N., A. Chadd y C. Rocha (2025), *«¿Supone la legislación antimonopolio un obstáculo para las alianzas por el objetivo de cero emisiones netas?»*, https://sustainability.slaughterandmay.com/post/102jxv6/does-antitrust-law-stand-in-the-way-of-net-zero-alliances. [10]

DNB (2025), *«Guía para la gestión de riesgos relacionados con el clima y la naturaleza»*, https://www.dnb.nl/media/fbjjzf1o/guide-to-managing-climate-and-nature-related-risks-update-september-2025.pdf. [63]

ECGI (2025), *El auge (¿y la caída?) de las propuestas ESG prescriptivas*, https://www.ecgi.global/publications/blog/the-rise-and-fall-of-prescriptive-esg-proposals. [65]

Edmans, A., T. Gosling y D. Jenter (2025), *«La inversión sostenible en la práctica: objetivos, restricciones y límites del impacto»*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4963062. [24]

Empresa Global (2025), *«El nuevo desorden de la sostenibilidad: entre la fragmentación regulatoria y la miopía estratégica»*, https://www.empresaglobal.es/EGAFI/contenido/2487030/1601149/el-nuevo-desorden-de-la-sostenibilidad-entre-la-fragmentacion-regulatoria-y-la-miopia-estrategica.html?bol=1816694-202505011750. [16]

Comisión Europea (2025), *Preguntas y respuestas sobre el Reglamento relativo a la divulgación de información sobre sostenibilidad en el sector financiero*, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_25_2737.

Eversheds Sutherland (2025), *«Una nueva interpretación jurídica de las obligaciones fiduciarias podría favorecer la inversión de los planes de pensiones en el Reino Unido»*. [8]

EY (2024), *Encuesta global de EY a inversores institucionales 2024*, https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-gl/insights/climate-change-sustainability-services/documents/ey-gl-institutional-investor-survey-v2-12-2024.pdf. [20]

EY (2024), *«¿Cómo pueden los inversores equilibrar las exigencias a corto plazo con la sostenibilidad a largo plazo?»*, https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-gl/insights/climate-change-sustainability-services/documents/ey-gl-institutional-investor-survey-v2-12-2024.pdf. [6]

Fabian, N. et al. (2023), «Sistemas de jubilación privados y sostenibilidad», en *Fondos de pensiones e inversión sostenible*, Oxford University Press, Oxford, https://doi.org/10.1093/oso/9780192889195.003.0009. [58]

Comité de Derecho de los Mercados Financieros (2024), *«Los administradores de fondos de pensiones y sus obligaciones fiduciarias: la toma de decisiones en el contexto de la sostenibilidad y el cambio climático»*, https://fmlc.org/wp-content/uploads/2024/02/Paper-Pension-Fund-Trustees-and-Fiduciary-Duties-Decision-making-in-the-context-of-Sustainability-and-the-subject-of-Climate-Change-6-February-2024.pdf. [27]

Fixsen, R. (2025), «La ATP limita el número de emisores de bonos verdes debido a una diligencia debida onerosa», *IPE*, https://www.ipe.com/news/atp-limits-tally-of-green-bond-issuers-due-to-onerous-due-diligence/10129903.article. [21]

FSCA (2024), *«Hoja de ruta de la FSCA sobre la financiación sostenible y Informe sobre riesgos para los consumidores»*, https://www.fsca.co.za/Documents/FSCA%20SF%20Roadmap%20and%20Consumer%20Risk%20Report.pdf. [56]

[14]

Georgeson LLC (2025), *Informe de la Encuesta Global a Inversores Institucionales 2024*, https://www.georgeson.com/us/insights/global-institutional-investor-survey-2024-report#:~:text=La%20Encuesta%20Global%20a%20Inversores%20Institucionales%20de%20Georgeson%202024%20report%20provides,of%20investor%20engagement%2C%20strategic%20activism%2C%20and%20ESG%. [32]

GPIF (2024), *Informe sobre inversión sostenible*, https://www.gpif.go.jp/en/investment/Sustainability_Investment_Report_2024_E_02.pdf. [61]

NIIF (2026), *«Uso de las normas de divulgación de información sobre sostenibilidad de las NIIF por jurisdicción»*, https://www.ifrs.org/ifrs-sustainability-disclosure-standards-around-the-world/use-by-jurisdiction/ (consultado el 14 de septiembre de 2026). [3]

IOSCO (2021), *Proveedores de calificaciones y productos de datos ambientales, sociales y de gobernanza (ESG): informe final*, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD690.pdf. [51]

Lachance, S. y J. Stroehle (2021), *«Los orígenes de los criterios ESG en las pensiones: estrategias y resultados»*, https://piacweb.org/uploaded/web/Webinar/The%20Origins%20of%20ESG%20in%20Pensions_%20Strategies%20and%20Outcomes.pdf. [25]

Larcker, D., B. Tayan y L. Lee (2024), *«Encuesta de 2024 a inversores institucionales sobre sostenibilidad»*, https://www.gsb.stanford.edu/sites/default/files/publication/pdfs/cgri-survey-2024-institutional-investor-survey-sustainability_0.pdf. [34]

Lee, L. (2023), «Inversión ESG: materialidad financiera y objetivos sociales», en **Fondos de pensiones e inversión sostenible**, Oxford University Press, Oxford, https://doi.org/10.1093/oso/9780192889195.003.0004.

Liang, H. y L. Renneboog (2017), «On the Foundations of Corporate Social Responsibility», *The Journal of Finance*, vol. 72/2, pp. 853-910, https://doi.org/10.1111/jofi.12487. [41]

LPFA (2023), *Política de inversión responsable 2023*, https://www.lpfa.org.uk/download/LPFA%20Responsible%20Investment%20Policy%20Final%202023.pdf. [23]

McCahery, J., P. Pudschedl y M. Steindl (2022), «Institutional Investors, Alternative Asset Managers, and ESG Preferences», *European Business Organization Law Review*, vol. 23/4, pp. 821-868, https://doi.org/10.1007/s40804-022-00264-0. [40]

Mercer (2024), *Informe de sostenibilidad y gestión responsable de Mercer Investment Solutions 2024*, https://investment-solutions.mercer.com/content/dam/mercer-subdomains/delegated-solutions/responsible-investment/Mercer%20IS%202024%20Sustainability%20and%20Stewardship%20Report_F.pdf. [33]

[57]

Micale, V. et al. (2024), *«El estado de la transición hacia las cero emisiones netas de los fondos de pensiones europeos»*. [31]

Ministerio de Hacienda de Chile (2026), *«¿Qué es el Acuerdo Verde?»*, https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/finanzas-sostenibles/mesa-publico-privada-de-finanzas-verdes/preguntas-frecuentes/-que-es-el-acuerdo-verde-. [30]

MSCI (2026), *«Calificaciones ESG»*, https://www.msci.com/data-and-analytics/sustainability-solutions/esg-ratings. [48]

MSCI (2024), *Documento sobre la metodología del proceso de calificación ESG*, https://www.msci.com/documents/1296102/34424357/MSCI%2BESG%2BRatings%2BMetho dology%2B-%2BProcess.pdf/820e4152-4804-fe33-0a67-8ee4c6a8fd7d?t=1666300410683&. [49]

Muir, D. (2022), «Inversión sostenible y obligaciones fiduciarias en los fondos de pensiones: la necesidad de una regulación sostenible», *American Business Law Journal*, vol. 59/4, pp. 621-677, https://doi.org/10.1111/ablj.12216. [18]

OCDE (2026), *Base de datos de medidas para incorporar los factores de riesgo ESG en las inversiones de seguros y pensiones*, https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/topics/policy-issues/pensions-and-insurance/Database-of-Sustainable-Investment-Measures-for-Insurance-and-Pensions.xlsx. [1]

OCDE (2025), *«Detrás de las calificaciones ESG: análisis de los indicadores de sostenibilidad»*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/3f055f0c-en. [50]

OCDE (2025), *Libro de datos de la OCDE sobre gobierno corporativo 2025*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/f4f43735-en. [2]

PRI (2025), *Tendencias mundiales en materia de inversión responsable*. [66]

PRI (2025), *Tendencias globales de la inversión responsable 2025: análisis de los datos de los informes de la PRI*, https://www.unpri.org/investment-tools/global-responsible-investment-trends-2025-inside-pri-reporting-data/13079.article. [4]

PRI (2024), *«Progreso y prioridades: análisis de la sostenibilidad en los principales sistemas de pensiones»*. [17]

PRI (2021), *«Sistemas de pensiones y sostenibilidad: Japón»*. [28]

PRI (2020), *«Sistemas de jubilación privados en Australia, el Reino Unido y Estados Unidos»*. [19]

Provida AFP (2025), *Memoria Integrada 2024*, https://www.provida.cl/content/dam/metlifecom/provida/images/newweb/pdf-new-page/memoria-anual/memorias-anuales/reporte-itegrado-proVida-afp-dise%C3%B1o.pdf. [54]

Oficina de Publicaciones de la Unión Europea (2021), *Estudio sobre calificaciones, datos e investigaciones relacionados con la sostenibilidad*, https://data.europa.eu/doi/10.2874/14850. [47]

Robinson-Tillett, S. (2025), *«El mayor fondo de pensiones de Canadá renuncia a su compromiso de cero emisiones netas ante la normativa contra el greenwashing»*, https://www.ipe.com/news/canadas-largest-pension-fund-drops-net-zero-promise/10130676.article?utm_campaign=2005567_22.5.25%20ipe%20daily%20news&utm_medium=email&utm_source=IPE&dm_i=5KVE,16ZI7,C5E85,5L9ZI,1. [11]

Robinson-Tillett, S. (2025), *«La Comisión Europea abre una consulta sobre la reforma del SFDR»*, https://www.ipe.com/news/european-commission-consults-on-sfdr-redesign/10130342.article. [9]

Russell Investments Research (2024), *Encuesta anual sobre criterios ESG de gestores de 2024*, https://russellinvestments.com/content/dam/ri/files/au/en-br/insights/2024%20Annual%20Manager%20ESG%20Survey%20Final%20AUS.pdf. [52]

SASB (2025), *«Exploring materiality»*, https://sasb.ifrs.org/standards/materiality-map/. [38]

SEC (2026), *Secciones 13(d) y 13(g) de la Ley de Bolsa y Reglamento 13D-G sobre la notificación de la titularidad efectiva*, https://www.sec.gov/rules-regulations/staff-guidance/corporation-finance-interpretations/exchange-act-sections-13d-13g-regulation-13d-g-beneficial-ownership-reporting#:~:text=Pregunta%20103.12,feb.%2011%2C%202025%5D. [15]

Simon, E. y J. Greenwood (2024), *«ESG en los planes de pensiones de contribución definida»*, Corporate Adviser Intelligence. [46]

UNCTAD (2023), *«Integración de la sostenibilidad en los fondos de pensiones públicos y los fondos soberanos», 2022*, https://unctad.org/publication/sustainability-integration-public-pension-and-sovereign-wealth-funds-2022. [42]

UNPRI (2025), *Tendencias globales en inversión responsable*. [44]

UNPRI (2024), *Estudio de caso «Un marco jurídico para el impacto»: Andra AP-fonden (AP2)*. [60]

UNPRI (2024), *Estudio de caso «Un marco jurídico para el impacto»: Nippon Life*. [39]

UNPRI (2024), *Estudio de caso sobre un marco jurídico para el impacto: NOW Pensions*. [37]

Notas

[1] Las entrevistas se realizaron entre abril y junio de 2025. El 50 % de las partes interesadas entrevistadas proceden de Europa (incluido el Reino Unido), el 19 % de América Latina, el 15 % de Asia-Pacífico, el 12 % de América del Norte y el 4 % de África. Su distribución institucional es la siguiente: un 42 % de fondos de pensiones, un 25 % de gestores de activos , un 13 % de consultores, un 12 % de seguros de vida y un 8 % de asociaciones.

[2] Véase la *base de datos de la OCDE sobre medidas para incorporar factores de riesgo medioambiental, social y de gobernanza en las inversiones de seguros y pensiones* (OCDE, 2026[1]).

[3] Las 41 jurisdicciones incluyen 14 jurisdicciones no pertenecientes a la UE y los 27 Estados miembros de la UE.

[4] Los productos del artículo 8 eran aquellos que promovían características medioambientales o sociales, mientras que los productos del artículo 9 estaban destinados a inversiones con un objetivo sostenible.

[5] Desde entonces, los fondos se han consolidado, y el tercer y cuarto fondo absorbieron los activos del primer fondo a principios de 2026.

[6] El impacto también puede perseguirse a través de actividades de compromiso y gestión responsable con las entidades en las que se invierte. Este tema se aborda en la sección 3.4.4, ya que no se refiere necesariamente al enfoque de inversión ni a la selección de inversiones.

4 Equilibrar las compensaciones en la regulación del asesoramiento financiero para la jubilación

Este capítulo analiza las compensaciones que conlleva la aplicación de políticas destinadas a mejorar la calidad del asesoramiento financiero y cómo los países han intentado equilibrar el impacto potencial sobre el acceso al asesoramiento y su asequibilidad, teniendo en cuenta los beneficios y las barreras a las que se enfrentan las personas a la hora de solicitar asesoramiento. También destaca otras medidas que pueden apoyar y proteger a quienes no reciben asesoramiento financiero. El capítulo concluye con implicaciones políticas sobre cómo los reguladores pueden equilibrar estas compensaciones y promover buenos resultados financieros durante la jubilación para todos.

Las decisiones financieras para la jubilación son complejas, y el asesoramiento financiero puede ser un recurso valioso para ayudar a las personas a planificar su jubilación y a elegir inversiones y productos financieros adecuados. De hecho, la planificación de la jubilación es una de las principales razones por las que las personas solicitan asesoramiento financiero. Sin embargo, es más probable que se materialicen los beneficios del asesoramiento financiero cuando los asesores gestionan adecuadamente cualquier conflicto de intereses y prestan asesoramiento velando por los intereses del consumidor.

El marco regulador debería incluir medidas para garantizar la gestión de los conflictos y promover la calidad del asesoramiento financiero.[1] Sin embargo, estas medidas también pueden tener consecuencias no deseadas que afecten al acceso al asesoramiento y a su asequibilidad. Para comprender las posibles compensaciones, es importante entender los beneficios del asesoramiento financiero y en qué condiciones es probable que dichos beneficios se materialicen, con el fin de garantizar que las políticas se diseñen para maximizarlos. Medidas como los requisitos de cualificación, las normas de diligencia debida, los requisitos de divulgación y las restricciones de remuneración pueden tener un impacto positivo en la calidad del asesoramiento, pero existen numerosos retos para garantizar su eficacia y evitar efectos colaterales negativos. Para evaluar en qué medida estos impactos negativos pueden suponer barreras para el acceso al asesoramiento, también es necesario comprender las razones por las que las personas no solicitan asesoramiento. Si bien la aplicación de estas medidas debe aspirar a minimizar las consecuencias negativas, siempre habrá personas que no recurran al asesoramiento, por lo que también se necesitan medidas para ofrecer apoyo y protección a esas personas.

En este capítulo se analiza cómo los responsables políticos pueden equilibrar las compensaciones que implica garantizar la calidad del asesoramiento financiero para la jubilación, minimizando al mismo tiempo las barreras que impiden a las personas acceder a dicho asesoramiento. La primera sección examina los beneficios del asesoramiento financiero. La segunda sección analiza cómo el sesgo de los asesores puede socavar dichos beneficios y llevar a los asesores a ofrecer recomendaciones que quizá no redunden en el mejor interés de los consumidores. La tercera sección describe las medidas que están adoptando las jurisdicciones para promover los beneficios del asesoramiento financiero y mitigar los conflictos de intereses, así como la eficacia de dichas medidas y los retos relacionados con su aplicación. La cuarta sección examina las barreras que impiden a las personas solicitar asesoramiento financiero. La quinta sección destaca medidas complementarias para apoyar a las personas e s que no reciben asesoramiento. La sección final analiza las implicaciones políticas a la luz de las pruebas y experiencias presentadas.

4.1. El asesoramiento financiero puede aportar numerosos beneficios a los consumidores

La planificación de la jubilación es uno de los motivos más habituales por los que las personas solicitan asesoramiento financiero, y los asesores pueden contribuir de manera significativa a mejorar los resultados financieros durante la jubilación. Los asesores pueden ayudar a las personas a planificar su jubilación fomentando el ahorro para la misma y diseñando un plan de desinversión. Pueden mejorar la rentabilidad de las inversiones a largo plazo promoviendo niveles adecuados de inversión riesgos. También pueden contribuir a mejorar los hábitos financieros y el bienestar mitigando las reacciones emocionales y reduciendo el estrés financiero de sus clientes.

4.1.1. Una mejor planificación financiera para la jubilación

Los asesores desempeñan un papel importante a la hora de ayudar a las personas a planificar mejor su jubilación, aumentando el ahorro y ayudándolas a ceñirse a un plan financiero a largo plazo. Los asesores animan a las personas a abrir cuentas de ahorro para la jubilación y a aprovechar las ventajas fiscales y otros incentivos financieros. En el momento de la jubilación, los asesores pueden promover el uso de rentas vitalicias para la protección frente a la longevidad y optimizar las estrategias de disposición de fondos teniendo en cuenta la situación financiera global de cada persona.

El asesoramiento financiero parece ser especialmente beneficioso para la jubilación, ya que contribuye a concienciar sobre la preparación para la jubilación y anima a las personas a elaborar un plan financiero para esta etapa. Los datos indican que las personas que consultan a un asesor financiero son más propensas a evaluar cuánto necesitarán para la jubilación y a establecer objetivos financieros específicos para la misma, lo que se traduce en tasas de sustitución más elevadas (Martin y Finke, 2012[1]; Harlow, Brown y Jenks, 2019[2]). Sin embargo, estos beneficios

sin embargo, dependen de que las personas consulten a un asesor con la suficiente antelación en su trayectoria profesional para poder planificar de forma eficaz (Invesco, 2024[3]).

Los asesores financieros animan a sus clientes a ahorrar más y con mayor regularidad. Los clientes que reciben asesoramiento tienden a ahorrar más y, en general, son más propensos a disponer de ahorros para emergencias y a tener una mayor resiliencia financiera (Schmeiser y Hogarth, 2013[4]; Liu et al., 2018[5]). Los asesores también pueden influir en los hábitos de ahorro fomentando el uso de planes de ahorro automático (Foerster et al., 2014[6]). El impacto del asesoramiento en el ahorro puede ser mayor en el caso de las personas con menores niveles de autocontrol y que tienen menos probabilidades de tener un hábito de ahorro regular (Liu et al., 2018[5]).

Sin embargo, es más probable que se obtengan los beneficios derivados de un aumento del ahorro cuando los asesores proporcionan un asesoramiento integral de forma continua, en lugar de que los clientes reciban un asesoramiento puntual para invertir en un producto o fondo concreto. Esta observación concuerda con el hecho de que los asesores ayuden a los clientes a desarrollar y ceñirse a un plan financiero a largo plazo, y resulta especialmente relevante para la planificación de la jubilación (Martin y Finke, 2012[1]; Montmarquette y Viennot-Briot, 2015[7]).

Los asesores también pueden contribuir a mejorar la eficiencia fiscal de las inversiones de los clientes y garantizar que estos aprovechen los incentivos financieros a su alcance. Esto resulta especialmente relevante en el caso de la jubilación, ya que las cuentas de ahorro para la jubilación suelen gozar de ventajas fiscales o de otro tipo de incentivos. Estudios realizados en Nueva Zelanda, Suiza y Estados Unidos han constatado una relación positiva entre recibir asesoramiento financiero y ahorrar en un plan de jubilación (Fang, Hao y Reyers, 2022[8]; Hoechle et al., 2023[9]; Martin y Finke, 2012[1]).

Además, existe un potencial significativo para que los asesores financieros aporten valor añadido en la jubilación y ayuden a las personas a optimizar sus estrategias de retirada y pago de fondos durante la jubilación. Los jubilados que reciben asesoramiento son más propensos a tener en cuenta más variables en su estrategia de retirada de fondos, como los riesgos de inversión y las implicaciones fiscales (Invesco, 2024[3]). De hecho, adoptar un enfoque más integral de la planificación financiera durante la jubilación puede tener un impacto significativo en los ingresos de jubilación. Una gran empresa estadounidense de servicios financieros ha señalado cinco áreas clave en las que los asesores financieros pueden aportar un valor añadido significativo en el momento de la jubilación y durante la misma: 1) asignar los activos de forma fiscalmente eficiente; 2) tener en cuenta el patrimonio total en la asignación de activos; 3) garantizar la protección frente al riesgo de longevidad; 4) permitir una estrategia de retirada dinámica; y 5) optimizar la cartera para el objetivo de jubilación teniendo en cuenta riesgos como la inflación y el tipo de cambio. Se estima que mejorar las decisiones de retirada en estas áreas podría aumentar los ingresos durante la jubilación en más de un 20 % en comparación con una estrategia de retirada estática (Blanchett y Kaplan, 2013[10]).

Otro valor añadido de recurrir a asesores financieros para la jubilación puede ser un mayor conocimiento y uso de los productos de renta vitalicia que protegen a los jubilados del riesgo de longevidad. Los clientes de asesores financieros en el Reino Unido eran más propensos a tener algún conocimiento sobre las rentas vitalicias, ya que alrededor de dos tercios indicaron que sabían al menos un poco sobre ellas, en comparación con aproximadamente el 40 % de los clientes sin asesoramiento. Además, los clientes asesorados eran más propensos a considerar una renta vitalicia al jubilarse (iPipeline y Standard Life, 2025[11]). Entre los clientes con un patrimonio medio-alto de Brasil, Japón, México y Estados Unidos, los clientes asesorados son dos veces más propensos a incorporar las rentas vitalicias en su estrategia de jubilación y, en general, se muestran menos escépticos respecto al valor que ofrecen estas en comparación con los clientes no asesorados (Prudential, 2025[12]).

4.1.2. Asunción de riesgos más adecuada

Los consumidores que cuentan con asesoramiento tienden a tener una exposición al riesgo más adecuada en sus carteras, ya que los asesores suelen recomendar niveles más bajos de reservas de efectivo y una mayor asignación a la renta variable, lo que aumenta el patrimonio que pueden acumular a largo plazo. Los inversores asesorados en Alemania y en Nueva Zelanda presentan mayores asignaciones a renta variable (Zhang, 2014[13]; Liu et al., 2018[5]). En términos más generales, el asesoramiento puede ayudar a los inversores a invertir con un nivel de riesgo adecuado (Pagliaro y Utkus, 2019[14]).

Una relación a más largo plazo con un asesor se correlaciona positivamente con una mayor asunción de riesgo. Los inversores asesorados en Canadá tienen mayores asignaciones en renta variable y menores tenencias de efectivo que los inversores no asesorados, y aquellos que llevan más tiempo trabajando con su asesor presentan las asignaciones más elevadas (Foerster et al.,

2017[15]). Los inversores estadounidenses que llevan más de una década recurriendo a un asesor financiero tienen un patrimonio neto mayor que los inversores sin asesoramiento, debido a una mayor asignación de la cartera a acciones (Cummings y James, 2014[16]).

Sin embargo, los asesores parecen tener menos influencia a la hora de mejorar la asunción de riesgos en el caso de los clientes con menores niveles de conocimientos financieros. El asesoramiento financiero parecía tener un menor impacto en la asignación de activos de los afiliados a KiwiSaver en Nueva Zelanda cuando se controlaba por la alfabetización financiera (Fang, Hao y Reyers, 2022[8]). Del mismo modo, el asesoramiento financiero para los inversores en China solo aumentó la participación en el mercado de valores de los hogares con mayores niveles de alfabetización financiera que mostraban preferencia por la diversificación de activos (Pan, Wu y Zhang, 2020[17]).

Las dinámicas de género también pueden influir en la medida en que los asesores superan la aversión al riesgo de sus clientes. Las mujeres acaudaladas del Reino Unido que trabajan con asesores hombres muestran una mayor aversión al riesgo y tienen una mayor asignación a activos sin riesgo, mientras que las mujeres que trabajan con asesoras tienen una mayor tolerancia al riesgo y una menor asignación a activos sin riesgo que los hombres (Baeckström, Marsh y Silvester, 2021[18]).

4.1.3. Beneficios emocionales

Los inversores que cuentan con un asesor financiero también son menos propensos a dejarse llevar por reacciones emocionales ante las caídas del mercado y mantienen sus inversiones. Además, los consumidores que reciben asesoramiento suelen estar menos estresados por sus finanzas y disfrutan de mayores niveles de bienestar.

Los asesores financieros pueden ayudar a los clientes a mantener la calma durante los periodos de agitación en los mercados y animarles a mantener sus inversiones en lugar de vender sus activos presa del pánico. El análisis de los datos de los afiliados a planes de contribución definida en Estados Unidos durante la agitación de los mercados provocada por la pandemia de la COVID-19 reveló que los inversores que contaban con un asesor eran significativamente menos propensos a realizar operaciones que aquellos que no disponían de uno (Blanchett, Finke y Liu, 2022[19]). Los datos sobre los inversores en Canadá revelaron que los hogares que mantuvieron a su asesor entre 2010 y 2014, durante la agitación del mercado tras la crisis financiera mundial, lograron aumentar sus activos en un 16,4 % durante ese periodo, frente a solo un 1,7 % en el caso de los hogares que prescindieron de su asesor durante el mismo periodo (Montmarquette y Prud'Homme, 2020[20]). Además, al igual que ocurre con el ahorro, una relación a más largo plazo con un asesor puede resultar más eficaz a la hora de fomentar comportamientos financieros beneficiosos. Otro estudio sobre inversores canadienses reveló que los clientes que cambiaron de asesor durante la crisis financiera mundial de 2008 eran menos propensos a mantener sus inversiones en el mercado de valores durante la crisis que aquellos que conservaron al mismo asesor a lo largo de ese periodo (Foerster et al., 2017[15]).

Estudios realizados en Estados Unidos indican que los clientes asesorados experimentan menores niveles de estrés relacionado con sus finanzas y son los que más destacan este componente emocional a la hora de evaluar el valor del asesoramiento (Pagliaro y Utkus, 2019[14]). Un análisis estimó que los resultados emocionales representan el 45 % del valor total percibido del asesoramiento, siendo los inversores autónomos casi dos veces más propensos a declarar altos niveles de estrés financiero en comparación con los inversores asesorados, quienes afirman tener mayor tranquilidad (Costa, Martino y de la Fuente, 2025[21]). Aunque los inversores no priorizan necesariamente estos beneficios a la hora de seleccionar a su asesor, sí parecen valorarlos en retrospectiva. Cuando se pide a las personas que reflexionen sobre el valor que han obtenido de su asesor, tienden a destacar su sensación de seguridad y tranquilidad (Murphy, Lamas y Sin, 2020[22]). Al pedirles que reflexionen sobre el valor percibido en la relación con su asesor, las afirmaciones mejor valoradas incluían un componente emocional, como la confianza, la conexión o la tranquilidad (Pagliaro y Utkus, 2019[14]).

Los clientes que recurren a asesores financieros profesionales también tienden a experimentar mayores niveles de bienestar. Aquellos que reciben asesoramiento de profesionales financieros presentan mayores niveles de bienestar financiero, medidos en función de su capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras, su sensación de seguridad económica y su disfrute de la vida (Stebbins, Kim y Seay, 2022[23]). También pueden presentar mayores niveles de bienestar subjetivo, especialmente aquellos que se consideran menos informados en materia de finanzas (Schepen y Burger, 2022[24]). Los clientes asesorados también

se sienten más seguros respecto a la planificación y los preparativos para su jubilación (Adfiz, 2025[25]; Blanchett, 2025[26]; BNY Investments, 2024[27]; Aegon, NextWealth y Richard Parkin Consulting, 2023[28]).

4.2. Los sesgos pueden socavar los beneficios del asesoramiento

El asesoramiento financiero no siempre se traduce en resultados financieros objetivamente mejores. Es posible que los productos recomendados por los asesores no ofrezcan una mayor rentabilidad neta ajustada al riesgo. Además, los asesores pueden no contrarrestar los sesgos de sus clientes, mostrando ellos mismos sesgos como la búsqueda de rentabilidad y la aversión a las pérdidas. Los conflictos de intereses pueden exacerbar estas tendencias y dar lugar a peores resultados financieros para los consumidores.

4.2.1. Incapacidad para mejorar la rentabilidad

Aunque cabría esperar que los asesores contribuyeran a obtener mayores rendimientos de la inversión al recomendar productos que ofrezcan rendimientos ajustados al riesgo más elevados, hay numerosas pruebas a nivel mundial que indican que el asesoramiento financiero no siempre da lugar a rendimientos netos objetivamente mejores que las inversiones comparables seleccionadas por los propios clientes. Por el contrario, las inversiones asesoradas tienden a obtener peores resultados que las inversiones de referencia, generan rendimientos netos ajustados al riesgo más bajos y aumentan la varianza de la cartera (Hoechle et al., 2016[29]; Hackethal, Haliassos y Jappelli, 2011[30]; Foerster et al., 2014[6]; Hoechle et al., 2018[31]). Los clientes asesorados también tienden a realizar operaciones con mayor frecuencia (Hoechle et al., 2016[29]; Allie, West y Willows, 2016[32]).

La observación de que las operaciones asesoradas no se traducen en mayores rendimientos netos de inversión se atribuye en gran medida a la existencia de conflictos de intereses que llevan a los asesores a recomendar productos o inversiones que también pueden beneficiarlos económicamente. Diversos estudios han demostrado que los asesores recomiendan con mayor frecuencia productos propios que generan los mayores beneficios para el proveedor o productos que les reportan comisiones más elevadas (Hoechle et al., 2018[31]; Battiston et al., 2025[33]).

El impacto negativo de los conflictos de intereses puede resultar más perjudicial para las mujeres y para las personas con menor nivel de conocimientos sobre « o financiero». Un estudio realizado entre clientes de bancos alemanes reveló que los asesores recomiendan con mayor frecuencia fondos propios costosos a las clientas y a los clientes con menor nivel educativo (Bucher-Koenen y Koenen, 2023[34]).

4.2.2. Incapacidad para contrarrestar los sesgos de los inversores

Aunque los asesores pueden ayudar a los inversores a mantener sus inversiones durante una crisis, no son necesariamente eficaces a la hora de contrarrestar otros sesgos de los inversores que pueden dar lugar a comportamientos de negociación perjudiciales. Se demostró que los asesores financieros canadienses tendían a invertir con los mismos sesgos que sus clientes. Sus estrategias de inversión solían centrarse en la búsqueda de rentabilidad, invertían en fondos caros y no diversificaban suficientemente su cartera (Linnainmaa, Melzer y Previtero, 2021[35]). Otro estudio reveló que los asesores tendían a recomendar con mayor frecuencia a los clientes que realizasen ganancias en lugar de recortar pérdidas (Andries, Bonelli y Sraer, 2024[36]).

Los conflictos de intereses de los asesores pueden agravar su incapacidad para eliminar los sesgos de los clientes. Un estudio realizado en Estados Unidos reveló que los asesores fomentaban la búsqueda de rentabilidad en lugar de una diversificación adecuada y recomendaban fondos más caros cuando ello redundaba en su propio interés financiero (Mullainathan, Noeth y Schoar, 2012[37]).

Además, los asesores no siempre ayudan a los clientes a superar su reticencia a adquirir una renta vitalicia. En el Reino Unido, el 11 % de los asesores nunca recomienda rentas vitalicias (BNY Investments, 2024[27]). En Canadá, tres cuartas partes de los asesores no suelen recomendarlas, aunque también indican que ahora las recomiendan con mayor frecuencia a medida que mejoran las condiciones de precio (Aegon, NextWealth y Richard Parkin Consulting, 2023[28]).

4.3. Las medidas destinadas a abordar el sesgo de los asesores y mejorar la calidad del asesoramiento pueden resultar eficaces, pero plantean una serie de retos

Es menos probable que se obtengan los beneficios del asesoramiento financiero si los asesores no están cualificados o se enfrentan a conflictos de interes es e incontrolables. Por ello, los marcos normativos suelen imponer requisitos a los asesores financieros para garantizar la calidad y la idoneidad del asesoramiento (Figura 4.1).[2]

Figura 4.1. Medidas políticas habituales para hacer frente al sesgo de los asesores y mejorar la calidad del asesoramiento financiero



Los requisitos de licencia y cualificación son importantes para facilitar la supervisión eficaz de los asesores y garantizar que estos cuenten con los conocimientos y habilidades suficientes para ofrecer un asesoramiento financiero de calidad. Los requisitos de licencia para los asesores financieros suelen depender del tipo de actividad que desarrollen. Los requisitos de registro permiten a los consumidores buscar un asesor financiero y garantizar que este cuente con la licencia y la cualificación adecuadas. La mayoría de las jurisdicciones establecen requisitos mínimos de cualificación o formación para los asesores financieros, y es habitual que se exijan certificaciones específicas. En ocasiones se exige la formación profesional continua para garantizar que los asesores mantengan sus conocimientos actualizados, y varias jurisdicciones incluyen la ética como parte de sus criterios de cualificación.

Los asesores financieros también suelen estar sujetos a normas de deber de diligencia que les obligan a prestar asesoramiento con la intención de mejorar los resultados financieros del destinatario del mismo. Las normas de deber de diligencia suelen exigir que el asesor actúe con honestidad, trate al consumidor de forma justa y proporcione un asesoramiento adecuado a la situación financiera del consumidor. Los asesores también pueden estar sujetos a requisitos más estrictos para actuar en el mejor interés de su cliente y anteponer los intereses de este a los propios, lo que se conoce comúnmente como «deber fiduciario», aunque los requisitos legales específicos para cumplir con dichos deberes pueden variar. Además, los asesores suelen estar sujetos a requisitos para evitar, gestionar o mitigar cualquier conflicto de intereses que pudiera menoscabar su capacidad para actuar en el mejor interés de su cliente. Estos requisitos suelen definir los factores que los asesores deben tener en cuenta para garantizar la idoneidad de sus recomendaciones a los clientes, lo cual puede variar en función del contexto y el alcance del asesoramiento prestado.

Los requisitos de divulgación relacionados con la prestación de asesoramiento financiero tienen por objeto garantizar que los consumidores dispongan de la información adecuada para evaluar si el asesoramiento prestado es adecuado para ellos, así como proporcionar transparencia sobre lo que están pagando para fomentar la competencia leal. Muchos requisitos de divulgación tienen por objeto poner de relieve cualquier posible conflicto de intereses en el asesoramiento prestado, especialmente en lo que se refiere a la remuneración de los asesores. Las divulgaciones también pretenden garantizar la transparencia en torno al coste que los consumidores pagarán por el producto o servicio y por el asesoramiento recibido. Otros requisitos, como los formatos estandarizados para las divulgaciones, tienen por objeto ayudar a los consumidores a comprender mejor la información y el asesoramiento proporcionados.

Los requisitos normativos se han centrado cada vez más en las fórmulas de remuneración de los asesores financieros como medida complementaria al deber de diligencia y a los requisitos de divulgación. Dichas medidas tienen por objeto limitar explícitamente los modelos de remuneración que puedan suponer un conflicto de intereses inmanejable para que los asesores actúen en el mejor interés de sus clientes. Pueden exigir que la remuneración proporcionada evite el riesgo de un conflicto de intereses que pudiera llevar al asesor a descuidar el mejor interés del consumidor. Las medidas para restringir las fórmulas de remuneración permitidas suelen centrarse en los pagos de comisiones que los fabricantes de productos abonan a los asesores financieros por la distribución satisfactoria del producto, ya sea mediante restricciones a estructuras de remuneración específicas, límites máximos o prohibiciones de comisiones.

Cada una de estas medidas ha demostrado cierta eficacia a la hora de mejorar los resultados para quienes reciben asesoramiento financiero. Sin embargo, todas ellas plantean también retos a la hora de garantizar su aplicación efectiva y, al mismo tiempo, minimizar los efectos negativos sobre el acceso al asesoramiento. Las plataformas de asesoramiento automatizado tienen un potencial significativo para i mejorar el acceso al asesoramiento, pero los avances relacionados con el uso de la inteligencia artificial para el asesoramiento financiero pueden poner a prueba los marcos normativos existentes (Recuadro 4.1).

Recuadro 4.1. Asesoramiento financiero automatizado

La aparición de las plataformas de «robo-asesoramiento», que proporcionan y aplican recomendaciones de inversión basadas en la información facilitada por los usuarios sobre sus características personales y objetivos de inversión, ofrece una alternativa más accesible y rentable al asesoramiento financiero tradicional. Sin embargo, también plantean retos para la aplicación de los marcos normativos existentes, que deben garantizar la gestión de los riesgos que presentan estas plataformas (OCDE, 2017[38]). El asesoramiento financiero automatizado está evolucionando aún más con el uso de la inteligencia artificial, en particular de los modelos de lenguaje a gran escala (LLM), para proporcionar asesoramiento y recomendaciones financieras a los consumidores. Sin embargo, la falta de coherencia y explicabilidad de los resultados de estos modelos puede suponer riesgos significativos para los consumidores. Además, dichos modelos plantean un desafío a los límites del asesoramiento y a la aplicación de los marcos normativos existentes. El Grupo de Trabajo de la OCDE sobre Seguros y Pensiones investigará estas cuestiones con mayor detalle.

4.3.1. Eficacia de los requisitos de licencia y cualificación y retos de aplicación

Los requisitos de licencia y cualificación han mejorado notablemente la competencia de los asesores financieros. No obstante, siguen existiendo retos para garantizar la coherencia de los requisitos y la continuidad de la prestación de asesoramiento.

Los requisitos de licencia y cualificación han transformado el asesoramiento financiero en una profesión, en lugar de una función de ventas, lo que ha aumentado la competencia de los asesores y ha contribuido a mejorar la confianza en los servicios financieros. Hay pruebas de que la introducción de normas de cualificación más exigentes ha dado lugar a una mejora de la calidad del asesoramiento en el Reino Unido. Casi todos los asesores han cumplido con la nueva norma, y tanto la satisfacción como la confianza en el asesoramiento han aumentado, aunque es probable que las demás medidas adoptadas también hayan contribuido a esta tendencia (FCA, 2020[39]). La afiliación a organismos profesionales también aumentó (FCA, 2014[40]). En Australia,

los asesores consideran que los requisitos de cualificación han convertido los servicios de asesoramiento financiero en una profesión, lo que ha dado lugar a una mayor calidad del asesoramiento.[3]

Los requisitos de registro para los asesores autorizados también pueden facilitar la búsqueda de un asesor cualificado y la verificación de sus credenciales. Por ejemplo, en Canadá los consumidores pueden ver qué productos o servicios pueden ofrecer los asesores en función de su registro, y el Directorio de Asesores de Jubilación del Reino Unido permite a las personas encontrar asesores que les ayuden específicamente en la planificación de la jubilación. El Registro de Asesores Financieros de Australia permite a los consumidores verificar la autorización de los asesores y comprobar sus cualificaciones, su pertenencia a organismos profesionales y las medidas disciplinarias impuestas por las autoridades reguladoras.

Sin embargo, los requisitos de licencia y cualificación, que varían en función de la actividad del asesor, pueden dar lugar a una situación de desigualdad de condiciones. En Bélgica, por ejemplo, el marco regulador para los planificadores financieros —definidos como aquellos que prestan servicios de asesoramiento independiente a clientes no profesionales— es más restrictivo que las normas aplicables a los bancos que ofrecen los mismos servicios a sus clientes, y existe un código de conducta específico para los planificadores financieros. Se han presentado pocas solicitudes de licencias especializadas (Comisión Europea, 2016[41]). Contar con requisitos de licencia coherentes para los proveedores puede promover una mayor igualdad de condiciones y facilitar la aplicación de la normativa y la imposición de sanciones cuando el asesoramiento haya causado perjuicios (Levy, 2023[42]). Nueva Zelanda armonizó sus requisitos de licencia en 2019 a raíz de estas preocupaciones; sin embargo, las personas que prestan asesoramiento únicamente a clientes mayoristas siguen sin estar obligadas a operar con una licencia.

La falta de regulación sobre los títulos y las certificaciones permitidas que utilizan los asesores financieros para describir sus actividades puede generar confusión entre los consumidores acerca de las cualificaciones del asesor y los servicios prestados. Antes de la introducción de la normativa «Regulation Best Interest» en Estados Unidos, no existía ninguna restricción real para que los corredores de bolsa se autodenominaran «asesores financieros». Ahora, los corredores de bolsa ya no pueden utilizar el término «asesor» en sus títulos a menos que estén doblemente registrados como asesores de inversión [4]. Canadá también ha tomado medidas para regular los títulos; las reformas de 2019 restringen el uso de títulos no regulados basados en actividades de venta, aunque aún se está trabajando para definir con mayor precisión los títulos adecuados. Irlanda prohíbe explícitamente las comisiones para cualquier persona que describa sus actividades como independientes, en consonancia con las restricciones de remuneración de la Directiva MIFID II para los asesores independientes (Banco Central de Irlanda, 2019[43]). Sudáfrica ha establecido una distinción entre los asesores financieros registrados que operan de forma independiente y los agentes proveedores de productos vinculados a proveedores específicos (FCSA, 2019[44]). El uso de certificaciones no reguladas también puede ser motivo de preocupación. En Estados Unidos, los asesores registrados pueden poseer más de 250 certificaciones diferentes, y la normativa no exige ninguna certificación específica. Los datos sugieren que algunas certificaciones están asociadas a mayores niveles de conducta indebida y, por lo tanto, no sirven para indicar la calidad de los asesores a los consumidores (Egan, Matvos y Seru, 2024[45]).

No obstante, unos requisitos de cualificación más estrictos pueden provocar una reducción del número de asesores, ya que aquellos que no estén dispuestos o no puedan cumplir los requisitos abandonan el mercado. El número de asesores en Australia disminuyó en más de un 40 % entre 2018 y 2022 tras la introducción de los nuevos requisitos formativos (The Treasury, 2023[46]). Aunque inicialmente existía la preocupación de que el endurecimiento de los requisitos en el Reino Unido provocara igualmente una reducción del número de asesores, el número de asesores de inversión minorista aumentó casi un 8 % durante el periodo 2016-2023 (FCA, 2024[47]).

Una posible disminución del número de asesores como consecuencia del aumento de los requisitos de cualificación es positiva en la medida en que los asesores que carecen de los conocimientos y habilidades adecuados abandonan el mercado. Sin embargo, puede resultar complicado garantizar una oferta adecuada de asesoramiento. Tras el descenso observado en Australia, el Gobierno modificó los requisitos para reconocer mejor los conocimientos adquiridos a través de la experiencia. Concretamente, eliminó los requisitos de formación superior para los asesores con 10 años de experiencia y sin antecedentes de conducta indebida (The Treasury, 2023[46]). El Gobierno australiano también ha llevado a cabo recientemente una consulta sobre propuestas para simplificar aún más los requisitos de formación, lo que implicaría el estudio de materias relacionadas con el asesoramiento financiero en lugar de una titulación específica en asesoramiento financiero (Australian Treasury, 2026[48]).

4.3.2. Eficacia de las normas sobre el deber de diligencia y retos de aplicación

Las normas sobre el deber de diligencia han dado lugar a mejoras en la idoneidad y la calidad del asesoramiento financiero prestado. No obstante, en ocasiones los asesores no logran identificar conflictos ni evaluar la idoneidad, y se muestran reacios a ofrecer asesoramiento u orientación en determinados contextos.

La imposición de requisitos de deber de diligencia puede tener un impacto significativo en la calidad del asesoramiento prestado. Los datos de Estados Unidos, tanto previos como posteriores a la introducción de la «Regulación del Mejor Interés» —que elevó las normas de deber de diligencia para los corredores-agentes a un estándar de «mejor interés»—, indican que se prestó mayor atención al coste y al valor de los productos y que se redujeron los flujos de inversión hacia inversiones o productos más caros (Sethi, Spiegel y Szapiro, 2019[49]; Egan, Ge y Tang, 2020[50]; Barbu, 2022[51]). La mayor atención prestada al coste también modificó la oferta de productos, ya que los corredores eliminaron algunos productos de mayor coste o de desarrollo propio (Crabb, 2017[52]). Otros proveedores modificaron sus estructuras de remuneración para mitigar los conflictos de intereses (Deloitte, SIFMA, 2020[53]).

Aunque las normas sobre el deber de diligencia pueden mejorar la calidad del asesoramiento en términos generales, a los asesores aún les puede resultar difícil identificar y gestionar los conflictos de intereses que podrían obstaculizar su capacidad para actuar en el mejor interés de sus clientes. Las «Reformas centradas en el cliente», aprobadas en 2019 en Canadá, introdujeron un requisito explícito de resolver los conflictos de intereses significativos. Sin embargo, muchos asesores no lograron identificar conflictos de interés significativos o contaban con políticas inadecuadas para abordarlos (CSA y CIRO, 2023[54]). En Australia, los conflictos de interés siguieron afectando negativamente a la calidad del asesoramiento a pesar de la introducción de un deber de actuar en el mejor interés de los clientes para los asesores que prestan asesoramiento personal, aunque la situación mejoró con el tiempo (ASIC, 2018[55]; Levy, 2023[42]).

Los asesores también pueden no evaluar adecuadamente la idoneidad. Unos procesos internos bien desarrollados pueden ser de ayuda, especialmente en el caso de cuestiones más complejas. En el Reino Unido, las empresas de asesoramiento eran más propensas a ofrecer una recomendación adecuada cuando seguían procesos internos que les ayudaban a proporcionar un asesoramiento más coherente a diferentes perfiles de clientes en cuestiones complejas, como la jubilación. Estos enfoques incluyen contar con una «Propuesta Centralizada de Jubilación», que guía a los asesores a través de algunas de las cuestiones complejas que deben abordarse al asesorar sobre la jubilación, o una «Propuesta Centralizada de Inversión», que es similar pero se centra en soluciones basadas en la inversión en lugar de en opciones de seguros como las rentas vitalicias (FCA, 2024[56]).

Muchas jurisdicciones han tenido dificultades para encontrar un equilibrio entre garantizar que las normas sobre el deber de diligencia ofrezcan una protección adecuada a los consumidores y permitir que los asesores sigan procedimientos eficientes en el desempeño de sus funciones para minimizar los costes de cumplimiento. Australia introdujo normas de «puerto seguro», que constituyen una de las vías que pueden seguir los asesores para demostrar que han actuado en el mejor interés de sus clientes al prestar asesoramiento.[5] Sin embargo, el informe «Quality of Advice Review», publicado en 2023, reveló que estos requisitos animaban a los asesores a abordar el cumplimiento de su deber de diligencia como si se tratara de una lista de comprobación, en lugar de centrarse en asegurarse de que actuaban verdaderamente en el mejor interés del cliente, lo que restaba eficacia a la norma a la hora de promover un asesoramiento financiero de calidad (Levy, 2023[42]).

Los requisitos del deber de diligencia suelen variar según los distintos canales de distribución o productos, lo que significa que las personas no cuentan necesariamente con los mismos niveles de protección en diferentes contextos de asesoramiento. Hasta la aprobación de la «Regulation Best Interest» en Estados Unidos, los corredores de bolsa solo estaban sujetos a una norma de idoneidad y no estaban obligados a tener en cuenta el mejor interés de sus clientes ni a anteponer dichos intereses a los propios, a pesar de prestar servicios similares a los de los asesores registrados (Egan, Matvos y Seru, 2024[45]). Además, una misma persona podía estar registrada tanto como agente de valores como asesor, lo que significaba que se le podían aplicar normas diferentes a la hora de prestar asesoramiento personal al mismo cliente sobre distintos temas o en distintos contextos.

Del mismo modo, aunque la Ley de Seguridad de los Ingresos de Jubilación de los Empleados (ERISA) de EE. UU. impone obligaciones fiduciarias a cualquier persona que preste asesoramiento sobre un plan de jubilación en Estados Unidos, existen excepciones a este requisito. En concreto, el asesoramiento puntual no está contemplado en la ERISA, por lo que el asesoramiento prestado a particulares para transferir su plan 401(k) de empresa a una cuenta de jubilación individual (IRA) no estaría sujeto a obligaciones fiduciarias

obligación. Cuando el Departamento de Trabajo publicó su «Norma Fiduciaria», destinada a subsanar esta laguna jurídica, el 19 % de las empresas encuestadas limitó o eliminó el asesoramiento sobre las transferencias de planes 401k (Deloitte, 2017[57]).[6]

En Estados Unidos, también existe una diferencia en los requisitos entre el asesoramiento relativo a los valores, que se regula a nivel federal, y los productos de seguros, que se regulan a nivel estatal. La norma del «mejor interés» relativa a la distribución de rentas vitalicias excluye los planes de pensiones proporcionados por el empleador y no considera que la remuneración constituya un conflicto de intereses significativo. Esta fragmentación de los requisitos ofrece una laguna jurídica que permite a los asesores financieros prestar servicios de asesoramiento en materia de seguros y eludir los requisitos federales más estrictos relacionados con el asesoramiento sobre valores (Honigsberg, Hu y Jackson, Jr., 2021[58]). La situación en Canadá es similar, ya que los valores y los seguros se regulan por separado a nivel provincial. Para promover la coherencia y la coordinación en todo el país en materia de valores, se creó la Autoridad Canadiense de Valores (CSA), un consejo formado por los reguladores provinciales y territoriales de valores de Canadá, con el fin de armonizar y coordinar la regulación de los mercados de capitales. La legislación sobre seguros varía más de una provincia a otra, pero las provincias y territorios están trabajando, no obstante, para armonizar los requisitos en materia de seguros con los de los valores, especialmente en lo que respecta a los fondos segregados [7].

También puede existir una fragmentación en los requisitos en función del perfil del cliente. En Australia, las personas físicas que cuentan con un determinado nivel de ingresos o activos pueden ser tratadas como clientes mayoristas en lugar de clientes minoristas y, por lo tanto, renunciar a su derecho a que el asesoramiento se rija por el principio del mejor interés. En este sentido, el informe «Quality of Advice Review» recomendó que, para tratar a un cliente particular como cliente mayorista, se requiriera su consentimiento informado y la divulgación de las implicaciones (Levy, 2023[42]). Canadá adoptó este enfoque, y los clientes con un elevado patrimonio deben dar su consentimiento explícito para renunciar a sus derechos a que el asesoramiento se rija por el principio del mejor interés.

No obstante, unos requisitos de deber de diligencia más estrictos en todos los ámbitos pueden dar lugar a una falta de acceso al asesoramiento o la orientación. Si bien unos requisitos armonizados son beneficiosos desde el punto de vista de la protección del consumidor, la interpretación de los requisitos de deber de diligencia y de los requisitos para garantizar la idoneidad de los productos puede suponer un obstáculo para que las empresas proporcionen asesoramiento u orientación simplificados a sus clientes por temor a la responsabilidad legal. En respuesta al endurecimiento de los estándares del deber de diligencia, más de la mitad de las empresas estadounidenses limitaron o eliminaron su servicio de intermediación con asesoramiento, lo que llevó a muchos de sus clientes a cuentas autogestionadas (Deloitte, 2017[57]). En Australia, todo asesoramiento que tenga en cuenta información personal sobre el destinatario puede considerarse asesoramiento personal y, por lo tanto, está sujeto a la norma del «mejor interés». Esto llevó a muchos proveedores a retirar herramientas digitales y calculadoras que permitían a las personas introducir su información y recibir cálculos personalizados sobre la jubilación, ya que les preocupaba que esto se considerara asesoramiento personal. Por lo tanto, el regulador tuvo que conceder una exención limitada de estas obligaciones para las calculadoras genéricas de ingresos de jubilación y las proyecciones de pensiones (Levy, 2023[42]). En respuesta a preocupaciones similares, Sudáfrica modificó su Código de Conducta vigente para aclarar que las evaluaciones de idoneidad son flexibles y pueden adaptarse en función de la necesidad específica de asesoramiento (FCSA, 2019[59]).

Varias jurisdicciones están estudiando cómo tener en cuenta criterios de proporcionalidad en las normas sobre el deber de diligencia para facilitar estas actividades y promover el acceso al asesoramiento en cuestiones de alcance limitado. Las reformas «Delivering Better Financial Outcomes» (DBFO) en Australia han propuesto introducir un nuevo tipo de asesor que pueda ser contratado por los fondos de pensiones y las aseguradoras de vida para prestar asesoramiento sobre asuntos más sencillos, sin dejar de estar sujeto a la norma del mejor interés, y aclarar los requisitos relativos a los fondos de pensiones para que presten asesoramiento financiero a sus afiliados y cuándo pueden cobrar colectivamente por dicho asesoramiento. Para facilitarlo, también tienen previsto eliminar las medidas de «salvaguardia general» que exigen a los proveedores adoptar cualquier medida adicional que pueda considerarse razonablemente en el mejor interés del cliente, lo cual supone una barrera para el asesoramiento de alcance limitado (Mulino, 2026[60]).

El Reino Unido también ha estado estudiando cómo mejorar el acceso al asesoramiento para necesidades específicas. El regulador proporcionó orientaciones a las empresas que deseaban ofrecer asesoramiento simplificado que tuviera en cuenta únicamente determinados aspectos de la situación financiera de una persona; sin embargo, las empresas se han mostrado reacias a atender este mercado, en parte debido a la incertidumbre jurídica. Ahora proponen formalizar dichas orientaciones mediante un marco regulador en torno al asesoramiento simplificado. Se prevé limitar el importe de la inversión, el alcance de los productos y los temas sobre los que se podría prestar dicho

asesoramiento pueda prestarse, con el fin de mantener la proporcionalidad en materia de protección de los consumidores (FCA, Ministerio de Hacienda del Reino Unido, 2023[61]). La Estrategia de Inversión Minorista de la UE pretende permitir la prestación de asesoramiento simplificado para productos financieros estandarizados. Canadá ha publicado unas directrices para ofrecer a los intermediarios una mayor flexibilidad a la hora de informar a los clientes de que determinadas transacciones podrían resultar perjudiciales. Las directrices surgen a la luz de las recientes tendencias hacia las transacciones de mera ejecución, tras recomendaciones generales encontradas en las redes sociales o proporcionadas por influencers financieros. Su objetivo es superar los retos relacionados con la «Prohibición de Recomendaciones» ( ), que suponía un obstáculo para que los corredores proporcionaran información con la intención de influir en el cliente (CIRO, 2026[62]).

4.3.3. Eficacia de los requisitos de información y retos de aplicación

Los requisitos de divulgación han mejorado la concienciación sobre los costes, lo que ha dado lugar a una reducción de los mismos y de las comisiones. Sin embargo, siguen existiendo retos a la hora de garantizar que los consumidores lean y comprendan la información divulgada, así como de limitar los costes de cumplimiento de los asesores.

Existen indicios de que la divulgación de información sobre las comisiones y el consiguiente aumento de la transparencia pueden dar lugar a reducciones de costes. En Canadá, los ratios medios de gastos de gestión de los fondos de inversión y los ETF disminuyeron tras la aplicación de los requisitos de divulgación de la CRM2, como resultado de un cambio hacia fondos con comisiones más bajas, así como de una reducción de los tipos de las comisiones de gestión. Los rendimientos de las inversiones ajustados al riesgo también mejoraron (CSA, 2024[63]). El requisito de la Directiva MiFID II en Europa de desagregar costes como los de análisis de inversiones dio lugar a una reducción de las comisiones cobradas a los consumidores, ya que más empresas asumieron esos costes por sí mismas en lugar de repercutirlos a los clientes (Morningstar, 2019[64]). Posteriormente, la Ley de Cotización de la UE ha flexibilizado este requisito para facilitar el análisis y aumentar su cobertura.

Sin embargo, incluso cuando existen requisitos de divulgación, los proveedores y asesores financieros no siempre cumplen dichos requisitos ni facilitan información de manera eficaz. La naturaleza del asesoramiento, el importe de los incentivos y las comisiones no siempre se revelan con claridad en el marco de la Directiva MIFID II. Además, aunque se supone que el Documento de Información Fundamental debe facilitarse «con la debida antelación», no siempre se entrega al inicio del proceso de asesoramiento, ya que los asesores a veces esperan hasta justo antes de que el cliente firme el contrato, momento en el que es menos probable que este haga uso del documento (Uličná et al., 2023[65]).

La divulgación de información también parece ser menos eficaz a la hora de lograr que los propios consumidores utilicen dicha información. El «Quality of Advice Review» (Informe sobre la calidad del asesoramiento) de Australia concluyó que la «Declaración de asesoramiento» exigida era ineficaz y recomendó su eliminación, y que los consumidores malinterpretan las advertencias generales del asesoramiento, creyendo que este tiene en cuenta su situación personal (Levy, 2023[42]). Además, el requisito del consentimiento informado para renovar los acuerdos de comisiones en vigor resultaba a veces ineficaz a la hora de conseguir que los afiliados a los planes de pensiones se dieran cuenta de lo que estaban pagando, y algunos proveedores seguían cobrando comisiones incluso si el afiliado no podía hacer uso del servicio (Comisión Real sobre Conductas Indebidas en el Sector Bancario, de Pensiones y de Servicios Financieros, 2019[66]). En los Países Bajos, el Ministerio de Hacienda concluyó que los consumidores no utilizaban el documento de prestación de servicios (DVD) obligatorio y que este resultaba ineficaz a la hora de animarles a comparar ofertas, por lo que sustituyó dicho documento por una tabla comparativa que espera que resulte más comprensible (Minister van Financiën, 2018[67]).

Además, los proveedores financieros pueden utilizar la documentación para protegerse de la responsabilidad legal, proporcionando demasiada información y contribuyendo aún más a la falta de eficacia de las divulgaciones. En Australia, los proveedores recurren a veces a advertencias generales sobre el asesoramiento para evitar tener que cumplir los requisitos relativos al asesoramiento personalizado. Los proveedores de Australia y Europa también tienden a utilizar las divulgaciones como un mero trámite de cumplimiento normativo, incluyendo demasiada información y contrarrestando así cualquier beneficio que suponga para los consumidores disponer de un documento breve y sencillo de leer (Levy, 2023[42]; Uličná et al., 2023[65]).

Los requisitos de divulgación aumentan los costes de cumplimiento para los proveedores y los asesores, lo que puede afectar al acceso al asesoramiento financiero. Como consecuencia, algunos países están intentando reducir los costes de cumplimiento relacionados con la divulgación. En Australia, el paquete «Delivering Better Financial Outcomes» eliminó los requisitos de facilitar una tarifa

declaración informativa y ofrece mayor flexibilidad a los proveedores en cuanto al momento de facilitar los documentos de consentimiento para los acuerdos de comisiones continuadas. Asimismo, permite a los proveedores publicar en su página web la «Guía de Servicios Financieros» obligatoria, que proporciona información sobre los servicios ofrecidos, en lugar de entregar el documento « » directamente a cada consumidor. En los Países Bajos, los proveedores pueden generar automáticamente la tabla comparativa obligatoria a través de un portal en línea.

4.3.4. Eficacia de las restricciones a la remuneración y retos de aplicación

Las restricciones a la remuneración tienen por objeto complementar el deber de diligencia y los requisitos de información, al obligar a los asesores a mitigar o eliminar los conflictos de intereses relacionados con su remuneración, reduciendo así la posibilidad de que se produzcan consejos sesgados y costes opacos. No obstante, siguen existiendo retos a la hora de garantizar la igualdad de condiciones entre los diferentes tipos de asesores y el acceso de los consumidores con menores niveles de patrimonio.

Los límites estrictos o las prohibiciones de determinadas estructuras de remuneración han dado lugar a un aumento de los flujos hacia productos de menor coste y menos complejos. En los Países Bajos, la prohibición de las comisiones parece haber sido eficaz a la hora de reducir las recomendaciones de determinados productos perjudiciales (Minister van Financiën, 2018[67]). Tras la prohibición de las comisiones, Australia, los Países Bajos y el Reino Unido han observado una disminución más rápida de las comisiones que en otros lugares (Morningstar, 2019[64]).Los Países Bajos y el Reino Unido cuentan ahora con algunos de los fondos de inversión más baratos de Europa y han observado un aumento de los flujos hacia productos de menor coste, incluidos los fondos de gestión pasiva (Better Finance, 2022[68]; BEUC, 2019[69]; Oxera, 2023[70]; Morningstar, 2019[64]). En Canadá, donde se prohibieron las comisiones de venta diferidas, los inversores también se decantaron por fondos de menor coste (Cutts, 2023[71]). En Israel, la reducción del límite máximo de las comisiones de los fondos de inversión pareció repercutir íntegramente en los inversores a través de unos ratios de gastos más bajos y dio lugar a un aumento de los flujos netos de los fondos (Sokolinski, 2022[72]).

Los requisitos de tener en cuenta explícitamente los posibles conflictos de intereses derivados de las estructuras de remuneración, como ocurre con la MiFID II y la IDD en Europa, también han dado lugar a una reducción de las comisiones implícitas en algunos productos y a una tendencia hacia comisiones de distribución directas más transparentes. En Bélgica, algunos proveedores de productos han reducido las comisiones de gestión pagadas a los distribuidores que ofrecen asesoramiento independiente en beneficio de sus clientes (Uličná et al., 2023[65]). En Alemania, los productos sin comisiones de distribución incorporadas son cada vez más habituales entre los asesores independientes, lo que permite a los distribuidores cobrar directamente por el asesoramiento prestado (Uličná et al., 2023[65]). En Noruega, el 70 % de las empresas ha pasado de ofrecer incentivos a cobrar comisiones directas a sus consumidores (Uličná et al., 2023[65]). Las comisiones sobre productos estructurados en Suecia también se han reducido significativamente, aunque esta disminución ha venido acompañada de un aumento de las comisiones directas cobradas al consumidor (Finansinspektionen, 2021[73]). El cambio hacia el cobro de comisiones de distribución directas en lugar de comisiones incorporadas parece ser beneficioso en general, ya que los productos con comisiones de distribución directas tienden a ser menos costosos que aquellos con comisiones indirectas (Uličná et al., 2023[65]).

Aunque hayan mantenido el pago de incentivos, algunos proveedores han introducido estructuras de remuneración innovadoras como consecuencia de las normas que exigen a los distribuidores tener en cuenta los posibles conflictos en la remuneración que reciben. En Francia, hay ejemplos en los que los proveedores vinculan la remuneración a la idoneidad del producto, y en España, a la calidad del servicio basada en indicadores internos. En Austria y Finlandia, hay ejemplos en los que los incentivos se recaudan a nivel de la empresa y luego se distribuyen a los asesores de manera que estos sean más neutrales respecto a los productos (Uličná et al., 2023[65]).

Es importante exigir la gestión de los conflictos de intereses junto con las limitaciones a la remuneración, ya que, de no ser así, los intermediarios podrían recurrir a estructuras de remuneración alternativas que tal vez no conduzcan a resultados óptimos para los consumidores. En Finlandia, por ejemplo, los corredores de seguros introdujeron una comisión por resultados tras la prohibición de las comisiones, en virtud de la cual se comprometían a reducir las primas de un cliente si este elegía su producto en lugar de uno ofrecido por otro corredor (Mäkynen, 2015[74]).

Sin embargo, los asesores no siempre identifican ni mitigan de manera eficaz los conflictos a los que se enfrentan. La EIOPA constató que muchas empresas no abordaban adecuadamente los conflictos de intereses que podían causar un perjuicio potencial según la prueba de impacto perjudicial prevista en la Directiva de la UE sobre distribución de seguros (IDD). Esto se debió a una falta de

concienciación sobre los conflictos de intereses o a que las evaluaciones del impacto perjudicial eran demasiado estandarizadas o ignoraban criterios cualitativos (EIOPA, 2023[75]).

Las restricciones a las estructuras de remuneración no siempre han dado lugar a una reducción de los costes, incluso cuando han provocado un cambio en las estructuras de remuneración. En Australia, muchos asesores pasaron de percibir comisiones a cobrar a sus clientes honorarios de asesoramiento iniciales y recurrentes, pero los consumidores a menudo no obtenían ningún beneficio de estos cargos recurrentes, lo que dio lugar a importantes programas de reparación para subsanar el perjuicio causado a los consumidores. En Alemania, los datos del mercado de los seguros de salud indican que la disposición sobre la recuperación de comisiones contribuyó a reducir la rotación de clientes, pero el límite máximo de las comisiones resultó menos eficaz a la hora de reducir los costes de adquisición para los consumidores (Braegelmann y Schiller, 2023[76]). Además, las comisiones iniciales aumentaron, mientras que las comisiones diferidas disminuyeron, invirtiendo así la tendencia a la baja observada inmediatamente tras la introducción del límite máximo (BaFin, 2020[77]). A pesar de que se esperaba que los incentivos fueran excepcionales en el marco de la MiFID II, el 40 % de los fondos de inversión de una muestra incluían incentivos incorporados, y el nivel de dichos incentivos no ha disminuido necesariamente (Uličná et al., 2023[65]).

La fragmentación de los requisitos entre los distintos canales de distribución también puede obstaculizar la eficacia de los límites a la remuneración destinados a mejorar el asesoramiento. Tras la prohibición de las comisiones para los corredores de seguros en Finlandia, algunos corredores cambiaron su condición a la de agentes, mientras que otros establecieron oficinas en otros países de la UE para seguir operando con comisiones, incluso cuando prestaban servicios al mercado finlandés (Mäkynen, 2015[74]). Sin embargo, Suecia no observó un cambio en los canales de distribución tras la prohibición de las comisiones para los productos de seguros. No se observó ningún cambio en la proporción de comisiones percibidas por la distribución de productos de seguros entre las empresas autorizadas para prestar tanto asesoramiento en materia de inversión como distribución de seguros (Finansinspektionen, 2021[73]).

Un reto importante en relación con las limitaciones de los modelos de remuneración, y en particular con las restricciones a las comisiones, es la posible reducción del acceso al asesoramiento. En los Países Bajos se ha producido un aumento de las operaciones de mera ejecución sin asesoramiento. Esto parece deberse, en parte, a la reticencia de los asesores a proporcionar información adicional a los consumidores que solicitan información sobre un producto concreto, debido a la incertidumbre de si hacerlo implicaría que estarían prestando asesoramiento. A ello se suma la tendencia de los consumidores a no comparar ofertas por miedo a tener que pagar una comisión por el asesoramiento. Esto también ha dado lugar a una reducción de los servicios de seguimiento relacionados con el producto, hasta el punto de que los proveedores ni siquiera ofrecen dichos servicios a sus clientes (Minister van Financiën, 2018[67]; Oxera, 2023[70]).

El cambio hacia el asesoramiento a comisión ha dificultado, en particular, el acceso al asesoramiento por parte de las personas con cuentas de menor tamaño (Uličná et al., 2023[65]). En los Países Bajos, los asesores independientes solo estaban dispuestos a prestar asesoramiento para importes mínimos de inversión de entre 250 000 y 500 000 euros, y para importes inferiores proponían una gestión discrecional de la cartera. Los bancos y las aseguradoras remitían a los clientes con menos de 100 000 euros a sus páginas web para que invirtieran mediante la modalidad de «ejecución simple» (Comisión Europea, 2018[78]). Los problemas de acceso también son evidentes en el Reino Unido, aunque en menor medida. Los bancos aceptaban a clientes con 100 000 libras esterlinas para invertir y remitían a aquellos con importes inferiores a un asesor independiente que, a menudo, estaba dispuesto a prestar asesoramiento (Comisión Europea, 2018[78]). Sin embargo, la proporción de asesores que exigían una inversión mínima de 100 000 libras esterlinas aumentó del 13 % al 32 % entre 2013 y 2015 (Oxera, 2023[70]).

Las normas relativas a la forma en que las personas pueden pagar por el asesoramiento pueden facilitar o dificultar el acceso al mismo. Las normas son más estrictas en los Países Bajos que en el Reino Unido, y los asesores no pueden recuperar sus honorarios a través de la prima pagada por el producto. Tampoco suelen ofrecer a los consumidores la posibilidad de pagar el asesoramiento a plazos, lo que podría reducir el coste inicial del mismo para el consumidor (Minister van Financiën, 2018[67]; Oxera, 2023[70]). Esto ha contribuido, en parte, a una reducción de la contratación de productos de seguro de vida que no están vinculados a la contratación de una hipoteca, como los productos de inversión a largo plazo. El Reino Unido también permite a los ciudadanos retirar hasta 500 libras esterlinas de sus cuentas de ahorro para la jubilación sin que se les aplique ningún gravamen fiscal, con el fin de sufragar el asesoramiento financiero para la jubilación. Como parte de la primera fase de las reformas «Delivering Better Financial Outcomes», Australia ha promulgado medidas para aclarar la base jurídica que permite a los consumidores pagar el asesoramiento con cargo a su cuenta de jubilación. Los partícipes de los fondos de jubilación pueden utilizar sus ahorros para la jubilación para pagar

el asesoramiento financiero de un tercero en lo que se refiere a la jubilación. Como parte de la segunda fase de las reformas, el Gobierno también pretende ofrecer seguridad a los administradores de los fondos de pensiones sobre los temas de asesoramiento financiero que pueden imputar colectivamente a las cuentas de los afiliados, incluidos los temas relacionados con la jubilación, y las circunstancias que pueden considerarse parte de la prestación de dicho asesoramiento.

Sin embargo, dados los retos relacionados con el acceso en un modelo basado en honorarios, la prohibición total de las comisiones podría no ser la solución ideal en determinados contextos. Sudáfrica reconsideró la recomendación de su «Revisión de la Distribución Minorista» (Retail Distribution Review) de abandonar las comisiones, tras las preocupaciones de que el coste resultante del asesoramiento pudiera poner en peligro la viabilidad de la prestación de dicho asesoramiento o el acceso a determinados productos, especialmente para los grupos de bajos ingresos. Por ello, en su lugar, exigen que los proveedores justifiquen las tarifas o comisiones cobradas para garantizar que no sean desproporcionadas con respecto al producto y servicio prestado, en particular en el caso de productos destinados a consumidores menos informados o de bajos ingresos, como los productos funerarios.

Las restricciones al pago de comisiones también pueden suponer un reto a la hora de lograr la igualdad de condiciones entre los diferentes tipos de asesores y canales. Los asesores independientes pueden encontrarse en desventaja frente a los asesores vinculados que operan en un negocio integrado verticalmente y que pueden obtener ingresos de otros productos y fuentes. En muchas jurisdicciones, el mercado del asesoramiento financiero independiente sigue siendo muy reducido. Las principales razones de la falta de asesoramiento independiente parecen ser la reticencia de los consumidores a pagar por adelantado por el asesoramiento, la tendencia de los asesores independientes a exigir un umbral mínimo de inversión para prestar sus servicios y la dificultad para penetrar en un mercado saturado de otros tipos de asesores (Uličná et al., 2023[65]). De hecho, las autoridades suecas señalaron que el asesoramiento independiente no es habitual porque a estos asesores les resulta difícil competir, incluso aunque los modelos de negocio se estén orientando cada vez más hacia las tarifas fijas en lugar de las comisiones (Finansinspektionen, 2021[73]). Si bien el mercado global del asesoramiento independiente en los Países Bajos sigue siendo reducido, allí está más consolidado que en el resto de Europa. Los asesores independientes atienden a aproximadamente la mitad del mercado de determinados productos complejos para los que se requiere asesoramiento (Oxera, 2023[70]). El hecho de que las comisiones estén prohibidas en todos los canales favorece la demanda, ya que los consumidores tendrán que pagar por adelantado independientemente del tipo de asesor al que recurran. Al introducir la prohibición de las comisiones, las autoridades neerlandesas también equipararon los regímenes fiscales de los asesores independientes y los vinculados para promover la igualdad de condiciones.

Una medida adicional para promover la igualdad de condiciones entre los asesores independientes y las empresas integradas verticalmente, en ausencia de comisiones, es la obligación de que los asesores justifiquen los honorarios que cobran a los clientes por el asesoramiento. Tanto los Países Bajos como el Reino Unido han aplicado esta medida. Su objetivo es limitar la posibilidad de que las empresas integradas verticalmente subvencionen de forma cruzada su asesoramiento y lo ofrezcan a un coste inferior al que podrían ofrecer los asesores independientes. Los asesores deben realizar una evaluación de la relación calidad-precio para demostrar que la tarifa cobrada refleja el coste real incurrido por el asesoramiento y la distribución.

4.4. El marco regulador puede influir en las barreras estructurales que impiden solicitar asesoramiento, pero las barreras por parte de los consumidores son igual de importantes

Los responsables políticos deben comprender las razones por las que las personas no solicitan asesoramiento financiero, a fin de evaluar en qué medida las medidas adoptadas para mejorar la calidad del asesoramiento financiero pueden influir en la demanda y qué se podría hacer para reducir estas barreras. El marco regulador y las medidas analizadas en la sección anterior para mejorar la calidad del asesoramiento pueden influir en las barreras estructurales que impiden solicitar asesoramiento financiero , tanto reales como percibidas. Es menos probable que el marco regulador influya en otras barreras relacionadas con los consumidores, cuya resolución requeriría intervenciones políticas adicionales.

4.4.1. Barreras estructurales reales y percibidas

El marco regulador puede crear barreras estructurales, tanto reales como percibidas, a la hora de solicitar asesoramiento financiero. Estas barreras estructurales se refieren principalmente al coste del asesoramiento y a la confianza que los consumidores depositan en los asesores.

Muchas de las medidas destinadas a promover la calidad y la transparencia del asesoramiento pueden aumentar el coste de prestarlo, lo que conduce a una reducción de la demanda. El coste del asesoramiento es un factor clave para los consumidores a la hora de plantearse si contratar a un asesor financiero, y constituye una barrera fundamental para que lo hagan. Los consumidores suelen centrarse en el coste a la hora de elegir un asesor, y muchos consideran que el asesoramiento es demasiado caro o deciden no recurrir a él debido a los honorarios que conlleva (FCA, 2025[79]; ASIC, 2019[80]; Fidelity, 2024[81]; Chikova, Freddi y Pethe, 2025[82];
Schmeiser y Hogarth, 2013[4]; Adfiz, 2025[25]).

Es probable que los requisitos de divulgación y la tendencia hacia estructuras de comisiones más transparentes aumenten la visibilidad de los costes. Actualmente, muchos consumidores tienen una comprensión deficiente de lo que cuesta realmente el asesoramiento financiero, incluso aquellos que lo reciben (FCA, 2025[79]; Aegon, NextWealth y Richard Parkin Consulting, 2023[28]). Por lo tanto, una mejor comprensión del coste podría afectar negativamente a la demanda, incluso si los costes reales no aumentan.

Sin embargo, es probable que el valor percibido sea más importante que el coste a la hora de decidir contratar a un asesor (Centerdata, 2023[83]). Aunque una parte de las personas que reciben asesoramiento puede estar de acuerdo en que el asesoramiento financiero es caro, muchas también consideran que el asesoramiento merece la pena. Numerosas encuestas indican que los clientes asesorados suelen considerar que el asesoramiento que reciben ofrece una buena relación calidad-precio (FCA, 2025[79]; Aegon, NextWealth y Richard Parkin Consulting, 2023[28]; BNY Investments, 2024[27]; Centerdata, 2023[83]).

Si el marco regulador no garantiza la competencia de los asesores y la calidad del asesoramiento financiero, se puede socavar la confianza, lo que constituye otro obstáculo importante a la hora de solicitar asesoramiento financiero. La falta de cualificaciones adecuadas, de normas de diligencia debida y de transparencia agravaría este obstáculo. Muchos consumidores señalan que no solicitan asesoramiento porque no confían en los asesores y no creen que estos actúen en su mejor interés (FCA, 2025[79]; ASIC, 2019[80]; Agencia de Consumidores Financieros de Canadá, 2025[84]; age UK y Aviva, 2025[85]). Si bien quienes reciben asesoramiento financiero suelen tener opiniones más positivas sobre los asesores financieros, la confianza « » en los asesores sigue siendo un problema incluso para los consumidores que reciben asesoramiento financiero (Schmeiser y Hogarth, 2013[4]; ASIC, 2019[80]; Burke y Hung, 2019[86]; FCA, 2025[79]; Adfiz, 2025[25]).

4.4.2. Barreras de los consumidores

Las barreras de los consumidores relacionadas con la percepción de la disposición o la necesidad de buscar asesoramiento financiero se ven menos afectadas por el marco regulador y seguirán siendo un obstáculo para la demanda de asesoramiento, independientemente de las medidas que se adopten para mejorar su calidad. Entre estas barreras se incluyen la falta de concienciación o de implicación con las propias finanzas, la percepción de que el asesoramiento carece de valor y la ansiedad financiera.

La falta de concienciación o de implicación en la gestión de las propias finanzas puede suponer una barrera para que los consumidores busquen asesoramiento financiero. Muchos consumidores no consideran el asesoramiento financiero como una opción porque, sencillamente, no piensan en sus finanzas (Invesco, 2024[3]; FMA y Colmar Brunton, 2016[87]; FCA, 2025[79]; ASIC, 2019[80]). Es posible que otros no se impliquen lo suficiente en la planificación de su jubilación como para buscar asesoramiento financiero, especialmente aquellos a los que se les ha asignado por defecto una estrategia de inversión o de disposición de fondos (FCA, 2025[79]; Reuter y Richardson, 2022[88]; age UK y Aviva, 2025[85]). La falta de implicación en la planificación financiera y la tendencia a posponer las decisiones financieras también pueden impedir que las personas se esfuercen por encontrar un asesor financiero (FCA, 2025[79]; age UK y Aviva, 2025[85]).

Una proporción significativa de la población no busca asesoramiento financiero porque se considera capaz de tomar decisiones por sí misma y no ve el valor añadido que aporta un asesor financiero (FCA, 2025[79]; ASIC, 2019[80]; Chikova, Freddi y Pethe, 2025[82]). Paradójicamente, el exceso de confianza en las propias capacidades financieras guarda una relación significativa y negativa con los conocimientos financieros reales, la competencia y la alfabetización en materia de pensiones, lo que puede contribuir a que las personas con menor alfabetización financiera recurran menos al asesoramiento (Gentile, Linciano y Soccorso, 2016[89]; Gallery, Gallery e Irving, 2011[90]; Seay, Kim y Heckman, 2023[91]; Dick y Harvey, 2025[92]). El exceso de confianza también explica por qué los hombres tienden a ser menos propensos a buscar asesoramiento financiero (Clark, Fiaschetti y Gerrans, 2018[93]; Zhang, 2014[13]; Montmarquette y Prud'Homme,

2020[20]). Los hombres suelen mostrar mayores niveles de exceso de confianza, lo que les lleva a confiar más en su propio criterio a la hora de tomar decisiones de inversión (Gentile, Linciano y Soccorso, 2016[89]).

Otros que no recurren al asesoramiento profesional creen que pueden acceder a información suficiente para fundamentar sus decisiones financieras por otras vías, ya sea a través de información y orientación gratuitas o de fuentes de asesoramiento no reguladas. Entre estas fuentes se incluyen sitios web oficiales, el proveedor financiero, familiares y amigos, empleadores, fuentes de noticias oficiales, la televisión y las redes sociales (FCA, 2025[79]; iPipeline y Standard Life, 2025[11]; Reyers, 2019[94]; Agencia de Consumidores Financieros de Canadá, 2025[84]; ASIC, 2019[80]; Gentile, Linciano y Soccorso, 2016[89]).

Otra razón por la que los consumidores pueden no buscar asesoramiento financiero es que no perciben el valor que este tiene para su situación financiera concreta. Esto es especialmente cierto entre los consumidores con niveles más bajos de activos invertibles o de renta familiar (ASIC, 2019[80]; FCA, 2025[79]). Las personas de más edad, que suelen considerar más valioso el asesoramiento sobre la jubilación, también son más propensas a solicitarlo, siendo la edad y los ingresos factores predictivos importantes de la probabilidad de recibir asesoramiento financiero (ASIC, 2019[80]; Agencia de Consumidores Financieros de Canadá, 2025[84]; Harlow, Brown y Jenks, 2019[2]; Montmarquette y Prud'Homme, 2020[20]; Clark, Fiaschetti y Gerrans, 2018[93]; FCA, 2025[79]).

Por último, la ansiedad a la hora de hablar de finanzas y la preocupación por parecer poco preparados, poco informados o incapaces en materia financiera también pueden hacer que los consumidores se muestren reacios a buscar asesoramiento financiero. Pueden sentirse incómodos al compartir información financiera personal o temer parecer ignorantes (Centerdata, 2023[83]; ASIC, 2019[80]). Los consumidores con niveles más bajos de educación o ingresos, o con mayores niveles de estrés financiero, pueden ser más propensos a presentar niveles más elevados de ansiedad (Van Dalen, Henkens y Hershey, 2016[95]; Liu, 2023[96]). De hecho, la ansiedad financiera puede ser una de las razones por las que las personas con menor alfabetización financiera son menos propensas a buscar asesoramiento financiero, y dicho asesoramiento parece servir más como complemento de los conocimientos financieros que como sustituto de los mismos. En general, las personas con niveles más bajos de educación o de conocimientos financieros tienden a recurrir menos al asesoramiento financiero , incluso aunque sean las que más se beneficiarían de él (Harlow, Brown y Jenks, 2019[2]; Calcagno y Monticone, 2015[97]; Montmarquette y Prud'Homme, 2020[20]).

4.5. Existen otras medidas que pueden promover productos adecuados y buenos resultados para aquellas personas que no pueden o no desean acceder al asesoramiento financiero

Los responsables políticos deben esforzarse por minimizar los impactos negativos sobre la accesibilidad al asesoramiento. Sin embargo, siempre existirán barreras para solicitar asesoramiento, y no todas las personas podrán beneficiarse de recibirlo. Por ello, muchas jurisdicciones han adoptado medidas adicionales para promover buenos resultados para quienes no reciben asesoramiento financiero personalizado. Algunas han desarrollado marcos o servicios para ofrecer orientación a las personas « » que, no obstante, desean ayuda con la planificación de la jubilación, y otras han tomado medidas para evitar que los productos financieros causen perjuicios a todos los consumidores.

4.5.1. Medidas para proporcionar orientación o asistencia a quienes desean apoyo

Muchas jurisdicciones están realizando esfuerzos para garantizar que las personas que no reciben asesoramiento puedan seguir accediendo a asistencia que les ayude a tomar decisiones financieras adecuadas para su jubilación. Entre ellas se incluyen la orientación personalizada y otras fuentes de orientación e información de carácter más general.

La orientación personalizada es un enfoque para animar a los consumidores a elegir productos financieros que probablemente sean adecuados. En los Países Bajos, los proveedores de pensiones de empresa están ahora obligados a orientar a sus afiliados sobre sus opciones en el momento del pago e informarles de las implicaciones de las diferentes opciones en función de sus circunstancias personales. El Reino Unido ha introducido un marco de apoyo específico que permite a las empresas recomendar productos concretos a los consumidores, siempre que identifiquen de antemano el mercado objetivo de dichos productos y ofrezcan el mismo asesoramiento sobre el producto a todas las personas que se ajusten a ese perfil. Las empresas deben realizar las recomendaciones partiendo de la convicción de que es probable que los consumidores salgan ganando si

siguen la recomendación. La intención es que las empresas dispongan de mayor libertad para ofrecer una asistencia algo personalizada a sus consumidores sin verse sometidas a los requisitos de cumplimiento, que exigen más recursos, propios de la prestación de asesoramiento financiero regulado. La FCA colaborará estrechamente con el Defensor del Consumidor para garantizar tanto a los proveedores como a los consumidores que este último podrá gestionar las reclamaciones de forma justa y acorde con las expectativas del marco de apoyo específico. Con un objetivo similar, Australia propone introducir «avisos específicos sobre pensiones» que los fondos de pensiones puedan enviar a grupos destinatarios definidos para animarlos a implicarse en sus ahorros para la jubilación.

Los gobiernos también han tomado medidas para garantizar una orientación más general y la disponibilidad de la información que las personas necesitan para tomar decisiones financieras informadas, en particular en lo que respecta a su jubilación. Estos servicios suelen complementar los paneles de control de pensiones individuales, que muestran a las personas de qué ingresos pueden disponer una vez jubiladas (OCDE, 2024[98]). Australia ha puesto en marcha una serie de herramientas y recursos gratuitos e independientes en su página web Moneysmart para ayudar a las personas a planificar su jubilación (ASIC, 2026[99]). También ofrece un Servicio de Información Financiera cuyos responsables proporcionan información y herramientas adaptadas a la situación de cada persona para ayudarla a tomar decisiones financieras. El servicio PensionWise del Reino Unido ofrece orientación gratuita e imparcial a las personas sobre sus pensiones de aportación definida, ayudándolas a comprender las opciones disponibles y sus implicaciones. Las personas pueden realizar una sesión autoguiada a través de una herramienta web o concertar una cita para una consulta con un asesor por teléfono. Sin embargo, ha resultado difícil generalizar el uso de este servicio, ya que solo lo utiliza una pequeña proporción de personas (FCA, 2025[79]).

Otras organizaciones semipúblicas suelen ofrecer asesoramiento financiero. En Francia, L'Union Retraite, una asociación de fondos de pensiones complementarios, ofrece una entrevista personalizada y gratuita para ayudar a las personas a comprender sus derechos de pensión, las prestaciones futuras previstas y las opciones de que disponen para mejorar su situación. Money Wise, en los Países Bajos, es una iniciativa del Ministerio de Hacienda que colabora con el sector privado para mantener una página web en la que los ciudadanos pueden acceder a información sobre diversos temas, entre ellos cómo funciona el sistema de pensiones, qué pueden esperar de su jubilación y algunas de las opciones a su alcance (Comisión Europea, 2016[41]).

No obstante, es probable que estos servicios solo resulten eficaces si la persona busca activamente ayuda. Los datos indican que la mera disponibilidad de orientación o recomendaciones no garantiza necesariamente que las personas sigan las sugerencias formuladas. Una empresa de corretaje alemana que ofrecía asesoramiento gratuito e independiente a sus clientes particulares descubrió que quienes más ayuda necesitaban eran los menos propensos a utilizar el servicio, y que quienes recibían el asesoramiento no lo utilizaban para mejorar su cartera (Bhattacharya et al., 2011[100]). Del mismo modo, ofrecer recomendaciones de forma automática no mejora necesariamente los resultados. En otro estudio, los inversores estadounidenses que optaron por recibir una recomendación obtuvieron mejores resultados que aquellos que la recibieron por defecto (Hung y Yoong, 2010[101]). Otro estudio alemán demostró que la mayoría de los hogares que recibían una recomendación estandarizada la ignoraban, y aquellos que sí prestaban atención no seguían la recomendación en su totalidad (Stolper, 2018[102]).

4.5.2. Medidas para evitar perjuicios a las personas que no solicitan asesoramiento

Existen otras medidas que pueden prevenir el perjuicio para quienes no están dispuestos o no pueden solicitar ayuda para la planificación de su jubilación. Las medidas reguladoras responsabilizan cada vez más a los propios proveedores de productos de garantizar que estos no puedan causar perjuicio a los consumidores. Dichas medidas incluyen la obligación de que los proveedores de productos identifiquen el mercado objetivo de sus productos o requisitos más generales para garantizar que los productos ofrezcan un buen valor a los consumidores, la restricción de las condiciones en las que los consumidores pueden acceder a determinados productos financieros y la clarificación de las responsabilidades de quienes promocionan productos fuera de los canales tradicionales.

Un enfoque para fomentar el diseño de productos beneficiosos para las personas ha consistido en exigir a los propios fabricantes de productos que tengan en cuenta el mercado objetivo al que su producto se adapta mejor. La Directiva MIFID II en Europa exige a los proveedores que definan el mercado objetivo de los productos y que supervisen que el producto se

se distribuya en dicho mercado. Los distribuidores deben tener en cuenta esta información y también deben identificar los mercados para los que es poco probable que el producto sea adecuado. Del mismo modo, los requisitos de gobernanza y supervisión de productos de la Directiva sobre Seguros y Distribución exigen a las aseguradoras que identifiquen el mercado objetivo de sus productos durante el proceso de aprobación de los mismos y que adopten medidas razonables para garantizar que el producto se distribuya en ese mercado. En Alemania, la BaFin considera las tasas de rescisión de los productos de seguros de vida a largo plazo como un indicador de idoneidad. Se espera que las aseguradoras garanticen que sus productos ofrezcan valor a los clientes para que no se produzcan rescisiones prematuras y, si tienen que elevar las hipótesis razonables de rescisión, esto es un indicio de que el producto no es adecuado para el mercado objetivo (BaFin, 2024[103]). Las obligaciones de diseño y distribución en Australia también exigen a los emisores que definan un mercado objetivo para sus productos, y los distribuidores deben adoptar medidas razonables para distribuir el producto de manera coherente con el mercado objetivo. Las compañías de seguros en Francia deben definir un mercado objetivo y la estrategia de distribución asociada, que debe tener en cuenta factores como la edad, el hogar, la profesión, las fuentes de pensión, la propensión al riesgo, la situación financiera, los objetivos y el horizonte de inversión. La expectativa del supervisor es que, cuanto más complejo sea el producto, más detallado debe ser el mercado objetivo (ACPR, 2024[104]). En Canadá, el Consejo Canadiense de Reguladores de Seguros (CCIR) ha propuesto unas directrices específicas para los fondos segregados que indican que los proveedores deben tener en cuenta el mercado objetivo de estos productos (CCIR/CISRO, 2025[105]).

Otras medidas exigen a los proveedores de productos que adopten medidas para garantizar que sus productos y servicios, en general, ofrezcan una buena relación calidad-precio a los consumidores. Sudáfrica cuenta con un enfoque regulador y de supervisión denominado «Tratamiento Justo de los Clientes» (Treating Customers Fairly), que establece las expectativas que deben cumplir las entidades financieras para garantizar resultados justos para los consumidores a lo largo de todo el ciclo de vida del producto, desde su diseño hasta su distribución, pasando por la gestión y la resolución de reclamaciones. De manera similar, el Reino Unido introdujo en 2022 el «Deber para con el Consumidor» (Consumer Duty), que establece un conjunto de principios que van más allá de la norma del deber de diligencia y exige a las empresas que cuenten con procedimientos y políticas para garantizar buenos resultados para los consumidores minoristas. Las empresas deben asegurarse de que sus productos y servicios satisfagan las necesidades de los consumidores, que ofrezcan una buena relación calidad-precio, que faciliten la información de forma comprensible para los consumidores y que proporcionen una atención al cliente adecuada para ayudar a los consumidores a utilizar los productos de manera eficaz.

Existen otras medidas que pueden limitar el acceso a productos sin asesoramiento para evitar posibles perjuicios. En virtud de la Directiva MIFID II, los consumidores solo pueden acceder a productos no complejos sin asesoramiento ni comprobaciones de idoneidad, y, según la Directiva IDD, los consumidores deben dar su consentimiento si desean acceder a determinados productos de inversión basados en seguros sin asesoramiento. Los Países Bajos también exigen una prueba de conocimientos a los consumidores que deseen invertir en determinados productos sin asesoramiento.

Algunas jurisdicciones limitan la venta de productos financieros en determinados contextos para reducir el riesgo de venta abusiva. En Australia está prohibida la venta ambulante de productos financieros, lo que significa que no se pueden vender productos a un consumidor tras un contacto no solicitado. En Alemania y el Reino Unido, los intermediarios no pueden vender seguros de protección de pagos en los siete días siguientes a una venta a crédito. En el Reino Unido, esta restricción se impuso a raíz de un escándalo de venta abusiva de dicho producto, ya que las autoridades constataron que se estaba presionando a los consumidores para que lo adquirieran, lo cual resultaba muy rentable para los proveedores pero no aportaba ningún valor a los consumidores (Oxera, 2023[70]).

El uso de las redes sociales para ofrecer asesoramiento financiero general y promocionar productos financieros es una preocupación creciente en muchas jurisdicciones, ya que dichos canales no siempre están bien regulados por la normativa vigente. Irlanda ha abordado esta cuestión directamente en su Guía sobre el Código de Protección del Consumidor, en la que se establece explícitamente que los «finfluencers» están sujetos a los requisitos del Código si se benefician de la promoción de determinados productos financieros en las redes sociales. La empresa cuyos servicios o productos se promocionan es responsable de garantizar que las publicaciones en las redes sociales cumplan con el Código (Banco Central de Irlanda, 2025[106]). La FCA del Reino Unido también ha publicado directrices relativas a las promociones financieras en las redes sociales (FCA, 2024[107]). Las empresas siguen siendo responsables de cualquier comunicación relacionada con sus productos, y no está permitido promocionar determinados productos de alto riesgo entre los consumidores minoristas, ni siquiera a través de las redes sociales. Los «finfluencers» deben cumplir las restricciones relativas a las promociones financieras, independientemente de su relación financiera con la empresa

que suministra los productos. Las comunicaciones en las redes sociales también pueden estar sujetas a los requisitos del «Deber para con el Consumidor» (Consumer Duty), cuyo objetivo es garantizar buenos resultados para los consumidores y facilitar su comprensión. Para ayudar a proporcionar una clarid e sobre las obligaciones aplicables a los influencers que se comunican sobre productos financieros, la FCA elaboró una útil infografía junto con la Autoridad de Normas Publicitarias (FCA, 2023[108]).

4.6. Implicaciones políticas

Los reguladores deberían adoptar medidas para mejorar la calidad del asesoramiento, sin perder de vista los posibles efectos negativos sobre el acceso al mismo. Todos los consumidores tienen derecho a saber cuánto pagan por el asesoramiento y a confiar en que el asesoramiento que reciben redunda en su mejor interés. No obstante, el diseño y la aplicación de dichas medidas deben encontrar un equilibrio entre garantizar la calidad del asesoramiento y promover un acceso asequible al mismo, ya que estos dos objetivos pueden entrar en conflicto entre sí.

Cada una de las medidas analizadas en este capítulo ha demostrado cierta eficacia a la hora de mejorar los resultados para quienes reciben asesoramiento financiero. Los requisitos de registro y cualificación han transformado el asesoramiento financiero en una profesión, en lugar de una función de ventas, lo que ha aumentado la competencia de los asesores y ha contribuido a mejorar la confianza en los servicios financieros. Las normas sobre el deber de diligencia han mejorado la calidad del asesoramiento financiero, lo que ha dado lugar a recomendaciones de productos de menor coste, y han elevado el listón en cuanto a la evaluación de la idoneidad de los productos para los consumidores. Los requisitos de información han aumentado la concienciación sobre los costes que conllevan los productos financieros, lo que en ocasiones ha dado lugar no solo a recomendaciones de productos de menor coste, sino también a una reducción de las comisiones repercutidas a los particulares. Las restricciones a las estructuras de remuneración abordan de raíz los conflictos de intereses más frecuentes y potencialmente perjudiciales, mejorando la eficacia de los requisitos del deber de diligencia a la hora de identificar y gestionar dichos conflictos.

Sin embargo, cada una de estas medidas plantea retos a la hora de garantizar su aplicación efectiva y, al mismo tiempo, minimizar los efectos negativos sobre el acceso al asesoramiento. Unos requisitos de cualificación más estrictos pueden provocar una reducción del número de asesores, ya que aquellos que no estén dispuestos o no puedan cumplir los requisitos abandonarán el mercado. Los intermediarios no siempre son eficaces a la hora de identificar y mitigar los conflictos de intereses potencialmente perjudiciales, aunque las normas de deber de diligencia les obliguen a hacerlo. Los requisitos para garantizar la idoneidad de los productos y formular recomendaciones en el mejor interés de los consumidores pueden generar temor a la responsabilidad legal, lo que reduce la disposición de los intermediarios a prestar servicio en determinados mercados. Los consumidores suelen ignorar las divulgaciones, que se utilizan habitualmente para mitigar el riesgo de responsabilidad de los proveedores, en lugar de proporcionar información útil y comprensible a los clientes. Las restricciones a la capacidad de los intermediarios para percibir comisiones y el aumento del asesoramiento a cambio de honorarios pueden dar lugar a un menor acceso al asesoramiento para quienes disponen de menores importes para invertir y provocar un aumento de las inversiones de mera ejecución.

Por lo tanto, los reguladores deberían centrarse en cómo minimizar cualquier impacto negativo y promover resultados de buena « » para todos los consumidores, independientemente del canal a través del cual accedan a un producto financiero, incluso si no reciben asesoramiento financiero.

4.6.1. Es necesario diseñar y aplicar con cuidado medidas destinadas a mejorar la competencia de los asesores y la calidad del asesoramiento para garantizar su eficacia

Un diseño y una aplicación cuidadosos pueden mejorar la eficacia de las medidas adoptadas para mejorar la calidad del asesoramiento. Los requisitos de cualificación y licencia, las normas de deber de diligencia, los requisitos de información y las restricciones en materia de remuneración han tenido, en su conjunto, un impacto positivo en los resultados para quienes reciben asesoramiento financiero. Sin embargo, cada uno de ellos plantea también retos a la hora de garantizar su eficacia.

Los requisitos de cualificación han mejorado el nivel de competencia de los asesores financieros. No obstante, las credenciales y los títulos permitidos deberían limitarse para evitar la confusión de los consumidores. Las credenciales aprobadas por el organismo supervisor pueden garantizar que se cumpla un nivel mínimo de calidad. Restringir los títulos que los asesores financieros pueden utilizar para describir sus actividades puede evitar que se generen expectativas engañosas en los consumidores respecto a los servicios

prestados. Las bases de datos de registro contribuyen a garantizar la calidad al proporcionar a los consumidores un recurso para verificar la legitimidad y la conducta del asesor.

Los reguladores podrían armonizar los requisitos relativos al nivel de diligencia que los asesores deben proporcionar a sus clientes al tener en cuenta sus mejores intereses. La falta de armonización de los requisitos entre los distintos canales de distribución y mercados puede llevar a los asesores a evitar atender determinados mercados o productos, o hacer que los consumidores reciban un asesoramiento de menor calidad en determinados contextos. No obstante, permitir cierta variación en la evaluación de la idoneidad en función del contexto puede facilitar la prestación de un asesoramiento simplificado para cuestiones específicas.

Los enfoques basados en principios, cuyo objetivo es garantizar que se disponga de procesos y procedimientos adecuados para determinar la idoneidad, pueden contribuir a lograr mejores resultados. Los enfoques tipo «lista de verificación» que utilizan criterios inflexibles tienen menor capacidad para adaptarse a contextos cambiantes o centrarse en las necesidades reales del cliente, lo que da lugar a evaluaciones de idoneidad ineficaces centradas en el cumplimiento de las normas en lugar de en los resultados para el consumidor.

La información que se facilite debe contener únicamente los datos más importantes para los consumidores y presentarse de forma sencilla y comprensible para mejorar su eficacia. No obstante, la información adicional pertinente debe seguir estando a disposición del público, por ejemplo, en la página web del proveedor.

Los límites de remuneración, cuando proceda, deberían tener en cuenta los problemas específicos observados en un mercado determinado, ya que la eficacia de dichos límites depende también del contexto local, además de de su diseño. Las prohibiciones totales de las comisiones han tendido a aplicarse en mercados que han sufrido graves escándalos de venta abusiva y que ya cuentan con una profesión de asesores independientes consolidada. Incluso cuando las comisiones no están totalmente prohibidas, suelen prohibirse las estructuras de remuneración específicas que suponen conflictos de intereses inmanejables, como las vinculadas a objetivos de ventas, y, por lo general, se exige a los asesores que mitiguen los conflictos relacionados con su remuneración. Las estructuras de remuneración innovadoras, como las que vinculan la remuneración a la calidad del asesoramiento o la distribución de las comisiones a nivel de empresa para evitar sesgos en la recomendación de productos a nivel del asesor, pueden ayudar a minimizar los posibles conflictos de intereses.

También pueden ser necesarias medidas adicionales para evitar ventajas competitivas desleales para determinados operadores cuando se imponen prohibiciones de comisiones. Los asesores independientes que no pueden cobrar comisiones pueden encontrarse en desventaja frente a los asesores que trabajan a comisión, ya que el coste inicial del asesoramiento es más elevado. Incluso cuando las prohibiciones de comisiones se aplican en todo el mercado, las empresas integradas verticalmente pueden tener una ventaja competitiva frente a los asesores independientes, ya que pueden subvencionar de forma cruzada sus actividades entre las distintas líneas de negocio. Para evitarlo, se puede exigir a los asesores que justifiquen los honorarios cobrados y demuestren que son suficientes para cubrir los servicios prestados. Los intermediarios también podrían tener que garantizar que los consumidores conozcan los servicios a los que tienen derecho en función de los honorarios cobrados, como el asesoramiento continuo.

4.6.2. En la aplicación también debería tenerse en cuenta cómo minimizar cualquier impacto en el acceso y la asequibilidad.

Las medidas destinadas a mejorar la calidad del asesoramiento también pueden tener un impacto negativo en el acceso al mismo. Los asesores que no estén dispuestos o no puedan cumplir requisitos adicionales podrían dejar de prestar servicio a determinados mercados, y el aumento de los costes de cumplimiento podría repercutirse en los consumidores, incrementando así el coste del asesoramiento. Hacer que los costes del asesoramiento sean más transparentes también puede afectar negativamente a la demanda, ya que los consumidores podrían mostrarse menos dispuestos a pagar por adelantado por el asesoramiento.

Los requisitos de cualificación deben ser proporcionales al contexto y al problema para el que se presta el asesoramiento. Una reducción del número de asesores como consecuencia del aumento de los requisitos de cualificación no es necesariamente negativa, en la medida en que quienes sean menos competentes abandonen el mercado. Sin embargo, los requisitos también pueden tener en cuenta la experiencia profesional, además de la formación académica, para evitar que los asesores con experiencia se vean obligados a abandonar el mercado. También pueden justificarse requisitos menos estrictos para situaciones específicas y sencillas.

Es necesario definir claramente el concepto de «asesoramiento» para que los intermediarios tengan la seguridad de que cumplen con la normativa. Las normas sobre el deber de diligencia pueden repercutir negativamente en la brecha de asesoramiento debido al temor a la responsabilidad legal, lo que puede dar lugar a que los intermediarios se muestren reacios a atender determinados mercados o a proporcionar a sus clientes información útil que pudiera interpretarse como asesoramiento. Los límites normativos del asesoramiento deben distinguir entre información y asesoramiento, dejando claro que proporcionar información útil a los consumidores —como herramientas en línea o información personalizada sobre los ingresos previstos para la jubilación— no constituirá una infracción de la normativa de conducta.

El límite del asesoramiento debe ser claro para permitir un asesoramiento simplificado en cuestiones financieras de alcance limitado. Las posibles formas de delimitar este ámbito pueden estar relacionadas con el producto recomendado (por ejemplo, un producto sencillo por debajo de un determinado importe invertido) o con el asesoramiento u orientación relativos a un contexto específico (por ejemplo, cuestiones sobre el ahorro para la jubilación o las opciones de pago disponibles al jubilarse). No obstante, la aplicación de los requisitos de idoneidad debería reconocer que el asesoramiento simplificado no sería necesariamente el mejor asesoramiento si se tiene en cuenta la situación financiera global de una persona, pero debería ser razonablemente adecuado dada la información personal facilitada.

Los requisitos de información deberían tener como objetivo minimizar los costes de cumplimiento. Aquellos que hayan demostrado ser ineficaces deberían adaptarse o eliminarse. Los reguladores y supervisores también pueden adoptar medidas para facilitar la preparación de la información exigida.

Una mayor flexibilidad en la forma en que los consumidores pueden pagar por el asesoramiento puede mitigar cualquier reducción de la demanda derivada de una mayor transparencia en el coste del mismo. Esto puede lograrse, por ejemplo, incluyendo el coste en la prima del seguro o permitiendo a los consumidores pagar el asesoramiento sobre jubilación con cargo a su cuenta de ahorro para la jubilación.

Ciertos productos pueden justificar una excepción a las restricciones sobre las estructuras de remuneración, cuando se apliquen. Es posible que la prohibición de las comisiones no sea necesaria para productos con un menor potencial de perjuicio, como los que se encuentran en mercados muy competitivos o que los consumidores comprenden fácilmente. También pueden establecerse excepciones para productos dirigidos a mercados desatendidos o vulnerables, como algunos productos de seguros. En el caso de estos últimos, un enfoque más habitual consiste en establecer límites específicos a las comisiones permitidas para dichos productos, a fin de evitar una reducción de la penetración en el mercado.

4.6.3. Los reguladores deben sopesar cuidadosamente las ventajas y desventajas y considerar si se justifica una posible reducción de la calidad para promover el acceso

Las medidas destinadas a evitar un impacto en el acceso o a reducir el coste de la prestación de asesoramiento deben evaluarse cuidadosamente para garantizar que los beneficios esperados superen la posible reducción de la calidad del asesoramiento, sobre todo teniendo en cuenta que, para los consumidores, el valor suele ser más importante que el coste. Si bien algunas medidas para mejorar la calidad del asesoramiento pueden tener un impacto negativo en la accesibilidad del mismo, es necesario abordar los conflictos de intereses, la transparencia y la competencia de los asesores para garantizar que el asesoramiento resulte, en última instancia, beneficioso para los consumidores. Dichas medidas también pueden mejorar la confianza, que es un factor clave para que las personas no solo soliciten asesoramiento, sino que también lo sigan. Además, existen muchas razones por las que las personas no solicitan asesoramiento financiero, por lo que no está garantizado que un mayor acceso se traduzca en un aumento de la aceptación.

Deberían considerarse cuidadosamente las soluciones centradas en reducir las barreras para ofrecer y acceder a un asesoramiento simplificado sobre cuestiones específicas, dados los beneficios más limitados de dicho asesoramiento en materia de jubilación. Los beneficios del asesoramiento puntual y del asesoramiento no exhaustivo para la jubilación parecen ser más limitados, ya que muchos de los beneficios del asesoramiento se obtienen cuando se mantiene una relación a largo plazo con el asesor o en el caso de cuestiones más complejas. La duración de la relación de una persona con un asesor es importante para aumentar el ahorro y capear las turbulencias del mercado, ya que los asesores pueden ayudar a las personas a ceñirse a su plan financiero a largo plazo y una relación más duradera con un asesor contribuye a generar confianza. En el momento de la jubilación, el valor añadido de los asesores no consiste solo en fomentar unos ingresos de por vida, sino también en ayudar a las personas a adoptar una estrategia de pago que tenga en cuenta su patrimonio total, sea fiscalmente eficiente y pueda responder a la dinámica del mercado y a las necesidades cambiantes a lo largo de la jubilación.

No todos los consumidores se benefician necesariamente por igual del asesoramiento financiero, y aumentar su acceso al mismo no mejorará necesariamente los resultados. El asesoramiento resulta menos eficaz a la hora de mejorar la asunción de riesgos en el caso de las personas con menores niveles de alfabetización financiera. Las mujeres reciben con mayor frecuencia un asesoramiento deficiente debido a conflictos de intereses o a sesgos de los asesores que los hombres.

Las alternativas al asesoramiento pueden resultar más eficaces para lograr beneficios similares en aquellos casos en que el acceso o la demanda de asesoramiento sean limitados, o para los grupos que tienden a beneficiarse menos. Unas estrategias de inversión predeterminadas bien seleccionadas para los ahorros de jubilación pueden resultar, en términos generales, eficaces para lograr mayores rendimientos netos, fomentar niveles adecuados de asunción de riesgos y evitar las ventas motivadas por el pánico. La orientación personalizada podría ser una alternativa al asesoramiento simplificado para cuestiones de alcance limitado. Este tipo de servicio también podría resultar valioso para aquellas personas con un menor nivel de activos que quizá no puedan acceder al asesoramiento financiero, o para aquellas con menor alfabetización financiera, que son menos propensas a buscar asesoramiento pero más propensas a beneficiarse de cierta ayuda.

4.6.4. Otras intervenciones políticas podrían ayudar a reducir las barreras de acceso al asesoramiento financiero

Otras medidas que no se centren específicamente en el asesoramiento financiero podrían contribuir a mejorar la aceptación del mismo. Por ejemplo, la mejora de la alfabetización financiera y, más concretamente, de los conocimientos sobre pensiones, podría aumentar la demanda de asesoramiento financiero para la jubilación. Las personas con escasos conocimientos financieros son menos propensas a consultar a un asesor financiero. Además, quienes tienen pocos conocimientos sobre pensiones también tienden a confiar en exceso en su propia capacidad para invertir de cara a la jubilación, y ese exceso de confianza es una de las principales razones por las que las personas creen que no necesitan asesoramiento.

En términos más generales, las campañas de comunicación o sensibilización podrían ayudar a superar la falta de concienciación o de implicación de las personas con respecto a la planificación de su jubilación. La reticencia a pensar en las propias finanzas y el hecho de posponer la toma de decisiones financieras son otras razones por las que las personas no buscan asesoramiento u orientación financiera, incluso si piensan que podría serles útil. Recordar al público la importancia de planificar una jubilació e y de hacerlo cuanto antes puede ayudar a animar a algunas personas a ser más proactivas y a buscar ayuda si la necesitan.

4.6.5. Deben adoptarse medidas para apoyar y proteger a quienes no solicitan asesoramiento

Aunque se pueden adoptar ciertas medidas para reducir el impacto negativo de la regulación sobre la falta de asesoramiento, no todo el mundo recibirá asesoramiento financiero, por lo que se necesitan medidas complementarias para reducir el riesgo de que los consumidores financieros que no solicitan asesoramiento se vean perjudicados por una inversión inadecuada. Los requisitos relativos a la distribución de productos pueden ayudar a minimizar el riesgo de perjuicio incluso para quienes no se plantean solicitar asesoramiento. Los servicios de información y orientación pueden proporcionar ayuda a los consumidores que, aunque deseen recibir asistencia, quizá no estén dispuestos o no puedan acceder al asesoramiento.

Imponer una mayor responsabilidad a los fabricantes de productos para garantizar que sus productos beneficien a su mercado objetivo puede mitigar el riesgo de perjuicio para los consumidores. Dichos requisitos obligan a los proveedores de productos a definir claramente el mercado objetivo de cada producto y a tomar medidas para garantizar que el producto se distribuya principalmente a ese mercado. Hacer que las empresas rindan cuentas por la distribución de sus productos también proporciona una capa adicional de protección contra la difusión de asesoramiento inadecuado por parte de los «finfluencers». Otras medidas van aún más allá, centrándose en los resultados para los consumidores y exigiendo, como principio, que las empresas adopten medidas para garantizar que sus productos y servicios ofrezcan una buena relación calidad-precio y traten a los consumidores de forma justa en cada etapa del ciclo de distribución.

Los gobiernos deben garantizar que la información sobre la planificación y las opciones de jubilación sea fácilmente accesible y precisa, ya que algunas personas prefieren obtener información y asesoramiento de fuentes distintas a un asesor financiero. Además, dado que la sociedad —y especialmente los jóvenes— recurre cada vez más a las redes sociales para obtener información financiera, los reguladores deben asegurarse de que no existan lagunas normativas y de que los distribuidores de dicha información sean conscientes de sus obligaciones legales para con los consumidores.

Los reguladores deberían estudiar cómo facilitar a los proveedores e intermediarios la tarea de ayudar a los consumidores a tomar mejores decisiones y ofrecer orientación personalizada sin infringir los requisitos normativos relativos al asesoramiento financiero. Dichas opciones podrían permitir a los proveedores o intermediarios destacar acciones que probablemente sean adecuadas —o arriesgadas— a la luz de la información conocida sobre la persona. Por ejemplo, podrían permitir a los proveedores sugerir un determinado producto que probablemente resulte adecuado dadas las características de la persona, ofrecer una recomendación a quienes probablemente salgan ganando al tomar una determinada medida, o emitir una advertencia cuando una decisión concreta pueda no ser la mejor opción.

Sin embargo, los esfuerzos por abordar la brecha de asesoramiento en el límite del asesoramiento deben tener en cuenta también las preocupaciones en materia de responsabilidad de los proveedores e intermediarios para que estos se comprometan con este tipo de soluciones. Contar con requisitos generales para tratar a los clientes de forma justa puede ofrecer a los reguladores cierta seguridad de que un proveedor no ofrecerá una sugerencia inadecuada para el consumidor. No obstante, los proveedores también necesitan tener cierta certeza de que no se enfrentarán a sanciones si la línea de actuación sugerida no resultara ser la mejor solución para el consumidor cuando las expectativas razonables indiquen lo contrario. Para que estas soluciones sean viables, los reguladores deberán establecer expectativas claras y asegurarse de que las normas y requisitos vigentes se ajusten a dichas expectativas. A este respecto, puede resultar útil mantener un diálogo regular con las partes interesadas para garantizar una comprensión común de las expectativas regulatorias.

Sin embargo, un reto clave es conseguir que las personas utilicen el asesoramiento, las herramientas y la información de que disponen. De hecho, aunque soluciones como los paneles de control de pensiones y los servicios de orientación son un recurso valioso para ayudar en la planificación de la jubilación, solo una parte de la población accede a ellos. Además, el mero hecho de ofrecer asesoramiento no garantiza que las personas lo sigan, y es necesario que los individuos deseen voluntariamente recibir dicho asesoramiento para poder beneficiarse de él. Por lo tanto, salvar la brecha de participación será tan difícil como abordar la brecha de asesoramiento.

Referencias

ACPR (2024), *Recomendación 2024-R-01, de 28 de junio de 2024, sobre la aplicación de determinadas disposiciones derivadas de la Directiva (UE) 2016/97 relativa a la distribución de seguros*, https://acpr.banque-france.fr/system/files/import/acpr/media/2024/06/28/20241906_2024-r-01.pdf. [104]

Adfiz (2025), *«Advies in Cijfers»*, https://www.adfiz.nl/media/7056/advies-in-cijfers-2025_digitaal-1.pdf.

Aegon, NextWealth y Richard Parkin Consulting (2023), *«Managing Lifetime Wealth: retirement planning in the UK»*, https://nextwealth.co.uk/wp-content/uploads/2023/02/Aegon-Managing-Lifetime-Wealth-Report-2023.pdf. [25]

[28]

Age UK y Aviva (2025), *«La realidad de la jubilación: la gestión del dinero en la fase intermedia de la jubilación»*. [85]

Allie, J., D. West y G. Willows (2016), «El valor del asesoramiento financiero: un análisis del rendimiento de las inversiones de inversores particulares con y sin asesoramiento», *Investment Analysts Journal*, vol. 45, https://doi.org/10.1080/10293523.2016.1201292. [32]

Andries, M., M. Bonelli y D. Sraer (2024), «Los asesores financieros y los sesgos de los inversores», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.4691695. [36]

ASIC (2026), *«De la ansiedad a la acción: Ayudar a los australianos a planificar su futuro financiero»*, https://www.asic.gov.au/about-asic/news-centre/find-a-media-release/2026-releases/26-074mr-from-anxiety-to-action-helping-australians-to-plan-for-their-financial-future. [99]

ASIC (2019), *Asesoramiento financiero: lo que realmente piensan los consumidores*, https://download.asic.gov.au/media/5243978/rep627-published-26-august-2019.pdf. [80]

ASIC (2018), *Asesoramiento financiero: instituciones integradas verticalmente y conflictos de intereses*, https://download.asic.gov.au/media/4632718/rep-562-published-24-january-2018.pdf. [55]

Tesoro de Australia (2026), *«Reforma de la formación de los asesores financieros»*, https://consult.treasury.gov.au/c2026-700540. [48]

Baeckström, Y., I. Marsh y J. Silvester (2021), «Asesoramiento financiero y género: inversores particulares acaudalados en el Reino Unido», *Journal of Corporate Finance*, vol. 71, p. 101882, https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101882. [18]

BaFin (2024), «Un análisis más detallado de la relación calidad-precio», https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2024/bafin_fachartikel_wohlverhalten_en.html. [103]

BaFin (2020), *«Comisiones de adquisición: la BaFin realiza una encuesta sobre los pagos a los intermediarios de seguros»*, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Meldung/2019/meldung_191211_abschlussprovision_abfrage_en.html. [77]

Barbu, A. (2022), «Ex-Post Loss Sharing in Consumer Financial Markets», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.4079524.

Battiston, D. et al. (2025), «The Effect of Advisors' Incentives on Clients' Investments», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.5378537. [51]

Better Finance (2022), *«Evidencia y argumentos a favor de la prohibición de los incentivos en los servicios de inversión minorista»*, https://betterfinance.eu/wp-content/uploads/BETTER-FINANCE-Evidence-Paper-on-Detrimental-Effects-of-Inducements-03022022.pdf. [33]

BEUC (2019), *Argumentos a favor de la prohibición de las comisiones en el asesoramiento financiero*, https://www.beuc.eu/sites/default/files/publications/beuc-x-2019-046_the_case_for_banning_commissions.pdf. [68]

Bhattacharya, U. y otros (2011), «¿Es suficiente un asesoramiento financiero imparcial para los inversores particulares?
Respuestas de un amplio estudio de campo», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.1669015. [69]

Blanchett, D. (2025), *«Asesoramiento financiero y confianza en la jubilación: ¿qué tiene que ver la riqueza con ello?»*, https://www.kiplinger.com/retirement/retirement-planning/financial-advice-and-retirement-confidence-by-wealth-level. [100]

Blanchett, D., M. Finke y Z. Liu (2022), «El valor del asesoramiento financiero profesional en el comportamiento de los inversores durante la pandemia de COVID-19», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.4289043. [26]

Blanchett, D. y P. Kaplan (2013), *«Alpha, Beta, and Now…Gamma»*, https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/foundational/677796-AlphaBetaGamma.pdf. [19]

BNY Investments (2024), *«Asesoramiento sobre la jubilación en el Reino Unido: ¿Es hora de cambiar?»*. [10] [27]

Braegelmann, K. y J. Schiller (2023), «¿Reducir los costes de adquisición con un límite máximo de comisiones? Datos del mercado alemán de seguros médicos privados», *The Geneva Risk and Insurance Review*, https://doi.org/10.1057/s10713-023-00091-4. [76]

Bucher-Koenen, T. y J. Koenen (2023), «¿Reciben mejor asesoramiento los consumidores aparentemente más inteligentes?», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.2572961. [34]

Burke, J. y A. Hung (2019), «Trust and financial advice», *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 20/1, pp. 9-26, https://doi.org/10.1017/s147474721900026x. [86]

Calcagno, R. y C. Monticone (2015), «Financial literacy and the demand for financial advice», *Journal of Banking & Finance*, vol. 50, pp. 363-380, https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.03.013. [97]

CCIR/CISRO (2025), *Borrador para consulta pública de la Guía consolidada sobre fondos segregados de CCIR/CISRO*, https://www.ccir-ccrra.org/Documents/View/3952. [105]

Centerdata (2023), *«La demanda de asesoramiento financiero: estudio de mercado encargado por el Ministerio de Hacienda»*, https://open.overheid.nl/documenten/29ed7ba4-8c12-4dad-8e75-f434171b861c/file. [83]

Banco Central de Irlanda (2025), *Orientaciones generales sobre el Código de Protección del Consumidor*, https://www.centralbank.ie/docs/default-source/regulation/consumer-protection/other-codes-of-conduct/consumer-protection-code-review/general-guidance-on-the-consumer-protection-code.pdf?sfvrsn=917f6a1a_6. [106]

Banco Central de Irlanda (2019), *Anexo al Código de Protección del Consumidor de 2012*, https://www.centralbank.ie/docs/default-source/regulation/consumer-protection/other-codes-of-conduct/addendum-to-the-consumer-protection-code-2012---september-2019.pdf?sfvrsn=9435bd1d_6.

Chikova, D., R. Freddi y S. Pethe (2025), *«European Retail Banking Radar 2025: Invertir en el futuro: perspectivas sobre la jubilación y la estabilidad financiera»*, https://www.kearney.com/industry/financial-services/european-retail-banking-radar/article/investing-in-the-future-perspectives-on-retirement-and-financial-stability. [43]

CIRO (2026), *«Nuevas directrices sobre los servicios y actividades de las cuentas de mera ejecución de órdenes»*, https://www.ciro.ca/newsroom/publications/new-guidance-order-execution-only-account-services-and-activities. [82]

Clark, G., M. Fiaschetti y P. Gerrans (2018), «Determinantes de la búsqueda de asesoramiento en los planes de ahorro para la jubilación de aportación definida», *Accounting & Finance*, vol. 59/S1, pp. 563-591, https://doi.org/10.1111/acfi.12397. [62]

[93]

Costa, P., M. Martino y M. de la Fuente (2025), *«El valor emocional y temporal del consejo»*. [21]

Crabb, J. (2017), *«The Fiduciary Rule Poll»*, https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt5775cc69c999c255/bltad3080464c181a4c/171000-fiduciary-rule-poll.pdf. [52]

CSA (2024), *«A Post-Implementation Review of The Impacts of The CRM2 Annual Costs and Performance Reports on Investment Fund Fees and Performance»*, https://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/wp-content/uploads/2024/04/CRM2-Executive-Summary.pdf. [63]

CSA y CIRO (2023), *Aviso conjunto del personal de las Autoridades Canadienses de Valores y de la Organización Canadiense de Regulación de Inversiones n.º 31 – 363 «Reformas centradas en el cliente: revisión de las prácticas de los entidades registradas en materia de conflictos de intereses y orientación* adicional», https://www.ciro.ca/newsroom/publications/joint-canadian-securities-administrators-canadian-investment-regulatory-organization-staff-notice-31. [54]

Cummings, B. y R. James (2014), «El impacto de los asesores financieros en el patrimonio posterior de las personas mayores», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.2434267. [16]

Cutts, A. (2023), *«Balancing Act: Enhancing regulation without compromising financial access in Canada»*, https://www.primericacanada.ca/public/canada/Primerica_Canada_White-Paper.pdf. [71]

Deloitte (2017), *«La norma fiduciaria del Departamento de Trabajo (DOL): un estudio sobre la respuesta de las instituciones financieras y las repercusiones resultantes para los inversores en planes de jubilación»*, https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2017/08/Deloitte-White-Paper-on-the-DOL-Fiduciary-Rule-August-2017.pdf. [57]

Deloitte, SIFMA (2020), *«Regulación del mejor interés: cómo las empresas de gestión patrimonial están aplicando el paquete normativo»*, https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2020/03/Regulation-Best-Interest-Survey-Report2020.pdf. [53]

Dick, J. y J. Harvey (2025), «La importancia de la alfabetización financiera y en materia de pensiones para reducir la brecha en el asesoramiento financiero en el Reino Unido», *Social Policy and Society*, pp. 1-26, https://doi.org/10.1017/s1474746425000272. [92]

Egan, M., S. Ge y J. Tang (2020), «Conflictos de intereses y el efecto del deber fiduciario: evidencia de las rentas variables», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.3652115. [50]

Egan, M., G. Matvos y A. Seru (2024), «El problema de la buena conducta entre los asesores financieros», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 38/4, pp. 193-210, https://doi.org/10.1257/jep.38.4.193. [45]

EIOPA (2023), *Segundo informe sobre la aplicación de la Directiva sobre la distribución de seguros (IDD)*, https://www.eiopa.europa.eu/document/download/726b51bc-e8a0-4b1e-baef-f8d2bc93d018_en?filename=EIOPA-BoS-23-477_2nd%20Report%20on%20the%20application%20of%20the%20IDD.pdf. [75]

Comisión Europea (2018), *Estudio sobre los sistemas de distribución de productos de inversión minoristas*, https://finance.ec.europa.eu/publications/study-distribution-systems-retail-investment-products_en.

Comisión Europea (2016), *Estudio sobre el acceso de los consumidores a un asesoramiento financiero integral*, https://finance.ec.europa.eu/document/download/81e7d309-a29d-4d9d-97ad-1e7b6366b197_en?filename=1611-study-financial-guidance_en.pdf. [78]

Fang, J., W. Hao y M. Reyers (2022), «Asesoramiento financiero, educación financiera e interacción social: ¿qué influye en las decisiones sobre el ahorro para la jubilación?», *Applied Economics*, vol. 54/50, pp. 5827-5850, https://doi.org/10.1080/00036846.2022.2053654. [41]

[8]

FCA (2025), *«Financial Lives 2024»*, https://www.fca.org.uk/financial-lives/financial-lives-2024. [79]

FCA (2024), *Orientaciones definitivas sobre promociones financieras en redes sociales*, https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg24-1.pdf. [107]

FCA (2024), *Información sobre el número de asesores — noviembre de 2024*, https://www.fca.org.uk/freedom-information/information-advisor-numbers-november-2024. [47]

FCA (2024), *Revisión temática sobre el asesoramiento en materia de ingresos para la jubilación*, https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/tr24-1.pdf. [56]

FCA (2023), *La FCA y la ASA se alían para advertir a los «finfluencers» de los riesgos de promocionar planes ilegales para «hacerse rico rápidamente»*, https://www.fca.org.uk/multimedia/fca-and-asa-team-warn-finfluencers-risks-promoting-illegal-get-rich-quick-schemes. [108]

FCA (2020), *Evaluación del impacto de la Revisión de la Distribución Minorista y de la Revisión del Mercado del Asesoramiento Financiero*, https://www.fca.org.uk/publication/corporate/evaluation-of-the-impact-of-the-rdr-and-famr.pdf. [39]

FCA (2014), *Revisión posterior a la implementación de la Revisión de la Distribución Minorista – Fase 1*, https://www.fca.org.uk/publication/research/post-implementation-review-rdr-phase-1.pdf. [40]

FCA, Ministerio de Hacienda (2023), *«Revisión de los límites de las directrices sobre asesoramiento: propuestas para colmar la brecha de asesoramiento»*, https://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp23-5.pdf. [61]

FCSA (2019), *Revisión de la distribución minorista: Documento de debate sobre la categorización de los asesores financieros y cuestiones relacionadas*, https://www.moonstone.co.za/wp-content/uploads/library/Moonstone%20Library/MS%20Industry%20News/1.%20Retail%20Distribution%20Review%20Adviser%20Categorisation%20Discussion%20Document%20December%202019.pdf. [44]

FCSA (2019), *Revisión de la distribución minorista: Actualización general de la situación a diciembre de 2019*, https://www.fsca.co.za/Regulatory%20Frameworks/Regulatory%20Frameworks%20Documents/RDR%20General%20Status%20Update%20December%202019.pdf. [59]

Fidelity (2024), *«La próxima generación: reescribiendo las reglas de la interacción»*, https://www.fidelity.com.au/sites/fidelity/assets/Final_Next_Gen_Report.pdf.

Agencia de Consumidores Financieros de Canadá (2025), *«Análisis del uso que hacen los canadienses del asesoramiento financiero»*, https://www.canada.ca/en/financial-consumer-agency/programs/research/financial-advice.html. [81]

Finansinspektionen (2021), *Seguimiento de las nuevas normas sobre comisiones y asesoramiento independiente*, https://www.finansinspektionen.se/contentassets/37025dc3221343258b6b39b0c32859f4/rapport-mifid-2-20-dec-2021.pdf. [84]

FMA y Colmar Brunton (2016), *Estudio sobre el momento de la jubilación*, https://ndhadeliver.natlib.govt.nz/delivery/DeliveryManagerServlet?dps_pid=IE65248771. [73]

Foerster, S. et al. (2017), *«Asesores financieros y asunción de riesgos»*, https://gattonweb.uky.edu/faculty/hankins/conf2018/FinancialAdviceRiskTaking_20171120.pdf.

Foerster, S. et al. (2014), *«Los costes y beneficios del asesoramiento financiero»*, https://www.semanticscholar.org/paper/The-Costs-and-Benefits-of-Financial-Advice-Foerster-Linnainmaa/5a7bb1c3dfc7499d211a9d1441fde9afe249d266. [87] [15]

[6]

Gallery, N., G. Gallery y K. Irving (2011), «Superannuation Fund Members and Financial Planning Advice», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.1927647. [90]

Gentile, M., N. Linciano y P. Soccorso (2016), *«Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence»*, https://www.consob.it/documents/1912911/2006254/wp83.pdf/111fe7a0-a078-56d6-0a8c-e537478ec081. [89]

Hackethal, A., M. Haliassos y T. Jappelli (2011), «Asesores financieros: ¿un caso de niñeras?», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.1360440. [30]

Harlow, W., K. Brown y S. Jenks (2019), «The Use and Value of Financial Advice for Retirement Planning», *The Journal of Retirement*, vol. 7/3, pp. 46-79, https://doi.org/10.3905/jor.2019.1.060. [2]

Hoechle, D. et al. (2023), «Asesoramiento financiero y ahorro para la jubilación», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.4339769. [9]

Hoechle, D. et al. (2018), «Asesoramiento financiero y beneficios bancarios», *The Review of Financial Studies*, vol. 31/11, pp. 4447-4492, https://doi.org/10.1093/rfs/hhy046. [31]

Hoechle, D. et al. (2016), «Don't Answer the Phone - Financial Advice and Individual Investors Performance», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.2537368. [29]

Honigsberg, C., E. Hu y R. Jackson, Jr. (2021), «Asesores financieros errantes», *Revista electrónica SSRN*, https://doi.org/10.2139/ssrn.3769653. [58]

Hung, A. y J. Yoong (2010), *«Pedir ayuda: encuesta y evidencia experimental sobre el asesoramiento financiero y el cambio de comportamiento»*. [101]

Invesco (2024), *Estudio de Invesco sobre la jubilación en el Reino Unido: Mejores resultados de jubilación en la era de los planes de contribución definida*, https://www.invesco.com/content/dam/invesco/uk/en/pdf/Invesco_UK_Retirement_study_202 4.pdf. [3]

iPipeline y Standard Life (2025), *«Pensiones y jubilación en una encrucijada: investigación, opiniones y análisis del panorama de las pensiones, la jubilación y la inversión en el Reino Unido»*. [11]

Levy, M. (2023), *«Revisión de la calidad del asesoramiento: informe final»*, https://treasury.gov.au/publication/p2023-358632. [42]

Linnainmaa, J., B. Melzer y A. Previtero (2021), «The Misguided Beliefs of Financial Advisors», *Journal of Finance*, https://doi.org/10.2139/ssrn.3101426. [35]

Liu, F. (2023), «¿Quién recurre al asesoramiento financiero de un planificador financiero?», *International Journal of Economics and Finance*, vol. 15/7, p. 1, https://doi.org/10.5539/ijef.v15n7p1. [96]

Liu, F. et al. (2018), «Asesoramiento financiero profesional, autocontrol y comportamiento de ahorro», *International Journal of Consumer Studies*, vol. 43/1, pp. 23-34, https://doi.org/10.1111/ijcs.12480. [5]

Mäkynen, T. (2015), *«Efectos negativos de la prohibición de las comisiones en Finlandia»*, https://www.wko.at/oe/information-consulting/versicherungsmakler-berater-versicherungsangelegenheiten/maekynen-aus-laendern-mit-provisionsverbot.pdf. [74]

Martin, T. y M. Finke (2012), «Planning for Retirement», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.2195138. [1]

Ministerio de Hacienda (2018), *Legislación y normativa sobre los mercados financieros*, https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-32545-74.html#ID-830316-d36e76. [67]

Montmarquette, C. y A. Prud'Homme (2020), *«Más sobre el valor de los asesores financieros»*, https://cirano.qc.ca/files/publications/2020RP-04.pdf. [20]

Montmarquette, C. y N. Viennot-Briot (2015), «The Value of Financial Advice», *Annals of Economics and Finance*, vol. 16/1, pp. 69-94. [7]

Morningstar (2019), *Estudio global sobre la experiencia de los inversores: comisiones y gastos*, https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/GIE_2019_v4.5.pdf?utm_source=eloqua&utm_medium=email&utm_campaign=&utm_content=18780. [64]

Mulino, D. (2026), *«La protección de los consumidores y la promesa de las pensiones de jubilación en un ecosistema financiero en evolución»*, https://ministers.treasury.gov.au/ministers/daniel-mulino-2025/media-releases/protecting-consumers-and-promise-superannuation. [60]

Mullainathan, S., M. Noeth y A. Schoar (2012), *«The Market for Financial Advice: An Audit Study»*, Oficina Nacional de Investigación Económica, Cambridge, MA, https://doi.org/10.3386/w17929. [37]

Murphy, R., S. Lamas y R. Sin (2020), «Identifying What Investors Value in a Financial Adviser: Uncovering Opportunities and Pitfalls», *Journal of Financial Planning*, vol. 33/7, pp. 44-52. [22]

OCDE (2024), *Perspectivas de las pensiones de la OCDE 2024: Mejorar las pensiones respaldadas por activos para lograr mejores resultados en la jubilación y sistemas de pensiones más resilientes*, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/51510909-en. [98]

OCDE (2022), *«Principios de alto nivel del G-20 y la OCDE sobre la protección de los consumidores financieros»*, https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/topics/policy-sub-issues/financial-consumer-protection/G20-OECD-FCP-Principles.pdf. [109]

OCDE (2017), *«Asesoramiento automatizado para las pensiones»*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/8519321f-en. [38]

Oxera (2023), *«An economic analysis of remuneration systems: effective distribution of financial products»*, https://www.gdv.de/resource/blob/151878/fe55261c9e8cabf8cbe65252eab8b7db/en-studie-download-data.pdf. [70]

Pagliaro, C. y S. Utkus (2019), *«Evaluación del valor del asesoramiento»*, https://institutional.vanguard.com/content/dam/inst/iig-transformation/insights/pdf/assessing-the-value-of-advice.pdf. [14]

Pan, X., W. Wu y X. Zhang (2020), «¿Es el asesoramiento financiero una panacea o la guinda del pastel para la educación financiera? Evidencia a partir de la participación en los mercados financieros en China», *International Review of Financial Analysis*, vol. 69, p. 101473, https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101473. [17]

Prudential (2025), *Encuesta Global sobre la Jubilación 2025*, https://prudential.scene7.com/is/content/prudential/2025_Global_Retirement_Pulse_Report. [12]

Reuter, J. y D. Richardson (2022), *«New Evidence on the Demand for Advice within Retirement Plans*», Oficina Nacional de Investigación Económica, Cambridge, MA, https://doi.org/10.3386/w30261. [88]

Reyers, M. (2019), «El papel de la educación financiera y el asesoramiento en la toma de decisiones financieras», *Southern African Business Review*, vol. 20, pp. 388-413, https://doi.org/10.25159/1998-8125/6057. [94]

Schepen, A. y M. Burger (2022), «Asesoramiento financiero profesional y bienestar subjetivo», *Applied Research in Quality of Life*, vol. 17/5, pp. 2967-3004, https://doi.org/10.1007/s11482-022-10049-9. [24]

Schmeiser, M. y J. Hogarth (2013), «¿Buen asesoramiento, buenos resultados? Cómo se relaciona la búsqueda de asesoramiento financiero con el bienestar financiero autopercibido», *SSRN Electronic Journal*, https://doi.org/10.2139/ssrn.2261707. [4]

Seay, M., K. Kim y S. Heckman (2023), «Exploring the demand for retirement planning advice:», *Financial Services Review*, vol. 25/4, pp. 331-350, https://doi.org/10.61190/fsr.v25i4.3226.

Sethi, J., J. Spiegel y A. Szapiro (2019), «Conflictos de intereses en la venta de fondos de inversión: ¿qué nos dicen los datos?», *The Journal of Retirement*, vol. 6/3, pp. 46-59, https://doi.org/10.3905/jor.2019.1.044. [91]

Sokolinski, S. (2022), «Regulación del asesoramiento financiero a comisión: evidencia de un experimento natural», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 58/3, pp. 1359-1389, https://doi.org/10.1017/s0022109022000898. [49]

Stebbins, R., K. Kim y M. Seay (2022), «Los profesionales financieros y el bienestar financiero», *Financial Services Review*, vol. 30/3, pp. 191-204, https://doi.org/10.61190/fsr.v30i3.3485.

Stolper, O. (2018), «It takes two to Tango: Households' response to financial advice and the role of financial literacy», *Journal of Banking & Finance*, vol. 92, pp. 295-310, https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.04.014. [72]

Comisión Real sobre Conductas Indebidas en el Sector Bancario, de Pensiones y de Servicios Financieros (2019), *Informe final*, *volumen 1*, https://www.royalcommission.gov.au/banking/final-report. [23]

El Ministerio de Hacienda (2023), *Declaración de impacto normativo: Normas de formación para asesores financieros con experiencia*, https://oia.pmc.gov.au/sites/default/files/posts/2023/06/Impact%20Analysis%20-%20Estándares%20de%20formación%20para%20asesores%20financieros%20con%20experiencia%20-%20corrección%20de%20error%20tipográfico.pdf. [102]

Uličná, D. et al. (2023), *Estudio sobre las normas de divulgación, incentivos e idoneidad para los inversores minoristas – Informe final*, Comisión Europea, https://data.europa.eu/doi/10.2874/459190. [66]

Van Dalen, H., K. Henkens y D. Hershey (2016), «¿Por qué las personas mayores evitan buscar asesoramiento financiero? La ansiedad de los asesores en los Países Bajos», *Ageing and Society*, vol. 37/6, pp. 1268-1290, https://doi.org/10.1017/s0144686x16000222. [46]

Zhang, A. (2014), «Asesoramiento financiero y asignación de activos de los inversores particulares», *Pacific Accounting Review*, vol. 26/3, pp. 226-247, https://doi.org/10.1108/par-04-2013-0030. [65]

[95]

[13]

Notas

[1] El tema del asesoramiento financiero es relevante para la labor de la OCDE en materia de mercados financieros. La Recomendación para el buen diseño de los planes de pensiones de aportación definida [OCDE/LEGAL/0467] establece que el asesoramiento financiero debe ser accesible, preciso e imparcial. El Principio 9 de los Principios de Alto Nivel de la OCDE y el G-20 sobre la Protección de los Consumidores Financieros (OCDE, 2022[109]) aborda *la conducta empresarial responsable y la cultura de « » de los proveedores de servicios financieros*, y subraya la importancia de un asesoramiento adecuado y objetivo que redunde en el mejor interés de los consumidores, así como de una gestión adecuada de los conflictos de intereses.

[2] La regulación y la supervisión del asesoramiento financiero son complejas, ya que abarcan numerosos ámbitos y, a menudo, implican a múltiples autoridades de supervisión y conjuntos de normas. Aunque este capítulo se centra en el asesoramiento financiero para la jubilación, es importante comprender cómo encaja dicho asesoramiento en el marco regulador del asesoramiento financiero en general, a fin de identificar mejor las posibles lagunas normativas y aprender de los enfoques adoptados para otros productos financieros. Además, el asesoramiento para la jubilación puede estar relacionado tanto con inversiones como con productos de seguros, que a menudo se regulan por separado, por lo que es necesario examinar de forma ambos canales de distribución.

[3] Este capítulo se ha beneficiado de las conversaciones mantenidas con expertos tanto del sector público como del privado, cuyos conocimientos y opiniones también se han incorporado.

[4] Esta restricción no se aplica a los intermediarios financieros registrados a nivel estatal, que podrán seguir utilizando el título de «asesor».

[5] Las normas de exención exigían a los asesores: 1) identificar los objetivos, la situación financiera y las necesidades del cliente; 2) identificar el tema sobre el que prestarán el asesoramiento; 3) identificar la información del cliente relevante para el asesoramiento; 4) adoptar medidas razonables para obtener cualquier información que falte; 5) evaluar si el asesor cuenta con los conocimientos especializados necesarios para prestar el asesoramiento y, en caso contrario, abstenerse de hacerlo; 6) evaluar los productos que podrían satisfacer las necesidades del cliente; 7) basar su juicio y la recomendación final en todas las circunstancias pertinentes; y 8) adoptar cualquier otra medida que pueda considerarse en el mejor interés del cliente, dadas las circunstancias e es.

[6] La norma fue finalmente bloqueada por los tribunales.

[7] Los fondos segregados son equivalentes a las rentas variables que se comercializan en Estados Unidos, donde están regulados como valores.

5. Las pensiones respaldadas por activos y la tributación de los pagos relacionados con el fallecimiento

Este capítulo compara el tratamiento fiscal de los pagos relacionados con el fallecimiento procedentes de planes de pensiones respaldados por activos en los países de la OCDE. Identifica diferentes formas de pagos relacionados con el fallecimiento y documenta dónde y por qué su tratamiento fiscal difiere de un país a otro. El capítulo también analiza las principales consideraciones políticas y las compensaciones que implica la tributación de cada forma de pago.

Aunque las pensiones respaldadas por activos están diseñadas principalmente para proporcionar ingresos durante la jubilación, también pueden proporcionar prestaciones a los supervivientes tras el fallecimiento de los afiliados al plan. Estos pagos relacionados con el fallecimiento pueden tributar según las mismas normas que las prestaciones de pensión que los afiliados recibían o habrían recibido al jubilarse, normalmente en el marco del impuesto sobre la renta de las personas físicas. Por otra parte, cuando los supervivientes heredan los activos de pensión restantes, pueden aplicarse impuestos de sucesiones o sobre el patrimonio, dependiendo de la jurisdicción. La elección del régimen fiscal es importante, ya que puede influir en que las personas opten por retirar su patrimonio de jubilación en vida o por dejarlo en herencia. También tiene implicaciones en materia de equidad para los beneficiarios que reciben sumas comparables procedentes de diferentes fuentes.

Los responsables políticos deben garantizar que los planes de pensiones respaldados por activos cumplan su finalidad prevista, es decir, mejorar los ingresos durante la jubilación, en lugar de utilizarse para transmitir el patrimonio de una forma fiscalmente ventajosa. Esto es aún más importante si se tiene en cuenta que los incentivos fiscales concedidos para animar a las personas a ahorrar para la jubilación conllevan un coste fiscal (OCDE, 2018[1]). Por lo tanto, el tratamiento que se da en el sistema fiscal a los pagos relacionados con el fallecimiento resulta clave para garantizar que se disponga del marco adecuado que anime a las personas a destinar su dinero a la jubilación.

En este capítulo se examina cómo gravan los países de la OCDE los pagos por fallecimiento procedentes de planes de pensiones respaldados por activos y se analizan las principales consideraciones de política a la hora de diseñar estas normas.[1] Se identifican las tendencias en la práctica actual, se explica dónde y por qué divergen los tratamientos fiscales y se analizan las ventajas y limitaciones de gravar cada tipo de pago. El análisis se basa en las normas fiscales aplicables a partir de julio de 2025 y recopiladas en el Estudio anual de la OCDE sobre incentivos financieros para el ahorro de jubilación (OCDE, 2025[2]).

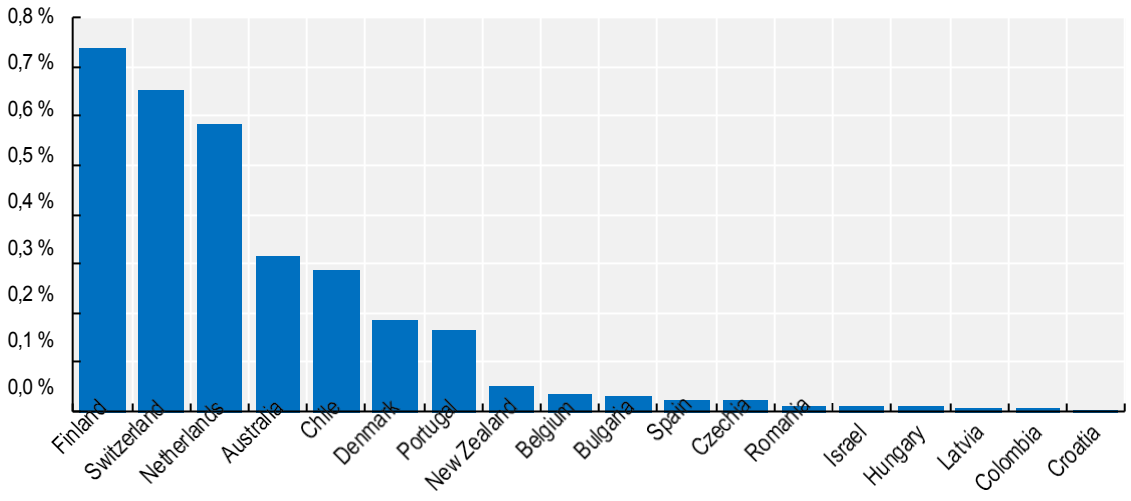
La finalidad de los distintos tipos de pagos relacionados con el fallecimiento, las posibles respuestas de comportamiento de los ahorradores y las consideraciones de equidad deberían determinar la forma en que los países gravan dichos pagos. Los pagos relacionados con el fallecimiento pueden adoptar la forma de pensiones de supervivencia, prestaciones por fallecimiento a tanto alzado o reembolsos de los saldos restantes de las cuentas de planes de pensiones de aportación definida. En la mayoría de los países de la OCDE, los pagos relacionados con el fallecimiento están sujetos a impuestos cuando las prestaciones de pensión lo están, y están exentos de impuestos cuando las prestaciones de pensión lo están. Sin embargo, los regímenes y tipos impositivos pueden variar en función de la forma de pago, el tipo de beneficiario, la situación del afiliado al plan en el momento del fallecimiento y el tipo de plan.

El capítulo define en primer lugar las principales formas de pagos relacionados con el fallecimiento y muestra cómo se dan en los distintos tipos de planes en diferentes países de la OCDE. La sección 5.2 compara los tratamientos fiscales entre países y documenta las principales fuentes de variación. La sección 5.3 analiza las consideraciones de política y las compensaciones que implica gravar cada forma de pago, y la sección 5.4 concluye ofreciendo principios generales para orientar las políticas.

5.1. Formas de prestaciones por fallecimiento

Los pagos relacionados con el fallecimiento procedentes de las pensiones respaldadas por activos representan una pequeña proporción del PIB en los países de la OCDE para los que se dispone de datos. Su volumen anual es inferior a 10 puntos básicos del PIB en la mayoría de los países y se aproxima o supera los 20 puntos básicos del PIB en Australia, Chile, Dinamarca, Finlandia, los Países Bajos y Suiza, donde las pensiones respaldadas por activos son obligatorias (Figura 5.1).

Figura 5.1. Magnitud de los pagos anuales por fallecimiento en determinados países de la OCDE, porcentaje del PIB



Nota: Los datos se refieren al año 2025, salvo en el caso de Australia (ejercicio que finaliza en junio de 2025), Bélgica (2024), Nueva Zelanda (ejercicio que finaliza en marzo de 2025), España (2024) y Suiza (2024).
Fuente: OCDE, a partir de las Estadísticas Globales de Pensiones de la OCDE y fuentes de datos nacionales (Australia: APRA; Bulgaria: FSC; Chile: Superintendencia de Pensiones; Colombia: Superintendencia Financiera; Dinamarca: F&P; Letonia: Banco de Letonia; Suiza: FSO), y datos del PIB de la OCDE (PIB anual y componentes —método del gasto—).

Los pagos por fallecimiento procedentes de planes de pensiones respaldados por activos pueden adoptar tres formas (Tabla 5.1):

- **Pensiones de supervivencia**: se trata de pagos periódicos directos del plan de pensiones a los beneficiarios designados por el afiliado, por las normas del plan o por la normativa.
- **Prestaciones por fallecimiento en forma de suma global**: se trata de pagos únicos y directos del plan de pensiones a los beneficiarios o herederos.
- **Reembolsos de los saldos restantes** en los planes de pensiones de aportación definida de empresa y en los planes de pensiones personales, denominados en lo sucesivo colectivamente «planes de pensiones de aportación definida (DC)» : consisten en la transferencia de los activos acumulados en forma de pagos únicos, pagos periódicos o transferencias a un plan de pensiones que cumpla los requisitos de los beneficiarios o herederos.

Tabla 5.1. Formas de pagos por fallecimiento según el tipo de plan

	Tipo de plan	Pensiones de supervivencia (beneficiarios o tipo de producto de renta vitalicia)	Prestaciones por fallecimiento en forma de pago único (beneficiarios)	Reembolsos de saldos de cuenta (forma de pago)
Australia	MO DC			Cuantía única, renta vitalicia
Austria	VO DB	Cónyuge, hijos		
Bélgica	VO DB/DC / VP	Cónyuge, hijos, beneficiarios	Cónyuge, hijos, beneficiarios	Cuantía única
Bulgaria	Diputado / Vicepresidente			Cuantía única
Canadá	VO DB/DC	Cónyuge	Beneficiario designado	Transferencia (cónyuge)
	VP	Cónyuge, hijos, nietos		Pago único, transferencia (cónyuge)
Chile	Diputado	Cónyuge, hijos, padres		Indemnización a tanto alzado (herederos)
Colombia	Diputado	Cónyuge, hijos, padres, hermanos		Cuantía única
	VP			Cuantía única
Costa Rica	Diputado	Cónyuge, hijos, padres, hermanos		Cuantía única (beneficiarios)
Croacia	Diputado	Cónyuge, hijos		Indemnización a tanto alzado (herederos)

	Tipo de plan	Pensiones de supervivencia (beneficiarios o tipo de producto de renta vitalicia)	Indemnizaciones por fallecimiento a tanto alzado (beneficiarios)	Reembolsos de saldos de cuenta (forma de pago)
	VP			Cuantía única
Chequia	VP			Suma única, renta periódica (regímenes de seguros)
Dinamarca	MP		Cónyuge, hijos	
	QMO DC	Cónyuge, hijos	Cónyuge, hijos	
Estonia	MP	Renta vitalicia con período garantizado		Pago único, transferencia
Finlandia	MO DB	Cónyuge, hijos		
	VP	Beneficiarios		
Francia	VO DC / VP	Renta conjunta, renta con período garantizado		Pago único, renta vitalicia
Alemania	VO DB/DC	Cónyuge, hijos, pensión conjunta, pensión con período garantizado	Cónyuge, hijos	Cuantía única
	VP (Riester)	Renta conjunta, renta con período garantizado		Pago único, transferencia (cónyuge)
	VP (Básica)	Cónyuge, hijos		
Grecia	MO DC / MP	Cónyuge, hijos		
	VO DC			Pago único, renta vitalicia
Hungría	VP			Pago único, transferencia
Islandia	MO DC	Cónyuge, hijos		
	VP			Cuantía única
Irlanda	VO DB/DC / VP	Renta vitalicia conjunta	Herederos (VO)	Pago único, transferencia (cónyuge)
Israel	MP	Cónyuge, hijos		
Italia	VO DB/DC / VP	Renta vitalicia conjunta		Pago único, renta vitalicia
Japón	VO DC / VP			Cuantía única
Letonia	MP	Renta vitalicia con período garantizado		Pago único, transferencia
Lituania	VP			Pago único, transferencia
Luxemburgo	VO DB/DC	Beneficiarios designados		
	VP			Cuantía única
México	MP	Cónyuge, hijos, padres		Cuantía única
Países Bajos	QMO DB	Beneficiarios designados		
Nueva Zelanda	MO DC			Cuantía única
Noruega	MO DC / VP	Cónyuge, hijos		Cuantía única (herederos)
Polonia	MO DC / VO DC / VP			Pago único, transferencia
Portugal	VO DB/DC / VP	Cónyuge, hijos	Beneficiarios designados	Pago único, renta vitalicia
Rumanía	MP / VP			Pago único, renta vitalicia, transferencia (MP)
República Eslovaca	VP	Renta vitalicia con período garantizado (solo pilar 2)		Pago único, transferencia
Eslovenia	VO DC / VP			Cuantía única
España	VO DB/DC / VP	Beneficiarios designados	Beneficiarios designados	Pago único, renta vitalicia
Suecia	QMO DC / MP	Cónyuge		
Suiza	MO DB	Cónyuge, hijos	Cónyuge, hijos	
	VP			Cuantía única
Turquía	VP			Cuantía única
Reino Unido	VO DB	Cónyuge, hijos	Beneficiario designado	
	MO DC	Renta conjunta, renta con período garantizado		Pago único, renta vitalicia
Estados Unidos	VO DB	Cónyuge		
	VO DC / VP			Pago único, renta vitalicia

Nota: MO = plan de pensiones de empresa obligatorio; QMO = plan de pensiones de empresa cuasi-obligatorio; VO = plan de pensiones de empresa voluntario; MP = plan de pensiones personal obligatorio; VP = plan de pensiones personal voluntario; DB = prestaciones definidas; DC = aportaciones definidas. Los planes con un mecanismo de inscripción automática en los que los empleadores están obligados por ley a inscribir a los empleados que cumplan los requisitos se consideran aquí como planes de pensiones de empresa obligatorios (Nueva Zelanda, Polonia, Reino Unido).

Las pensiones de supervivencia suelen estar restringidas a los beneficiarios que reunían los requisitos y que dependían económicamente del fallecido. Las pensiones de supervivencia son habituales en el caso de los planes de pensiones de prestaciones definidas (DB) y en algunos planes de pensiones personales obligatorios. Entre los beneficiarios que reúnen los requisitos suelen figurar el cónyuge o la pareja y los hijos hasta una edad que varía entre los 16 y los 21 años, dependiendo del país. Los hijos que cursen estudios pueden tener derecho a ellas hasta edades más avanzadas, como los 24 o 25 años (p. ej., Chile, Colombia, Costa Rica, México, Suiza), mientras que los hijos con discapacidad pueden tener derecho durante más tiempo, a veces sin límite de edad (p. ej., Costa Rica). Los padres también pueden tener derecho a pensiones de supervivencia si dependían económicamente del fallecido (p. ej., Australia, Chile, Colombia, Costa Rica, México).

Las pensiones de supervivencia pueden abonarse durante el resto de la vida de los beneficiarios o durante un período determinado. Las pensiones de supervivencia suelen calcularse como un porcentaje de la prestación de jubilación real o prevista del afiliado fallecido. La concesión y la duración de las pensiones de supervivencia para los cónyuges pueden depender de diferentes factores, como el estado civil (cónyuge o pareja de hecho), la edad del hijo menor, la edad del cónyuge o la duración del matrimonio. Por ejemplo, en Finlandia, la pensión de supervivencia que se abona a un cónyuge casado se paga durante 10 años o hasta que el hijo menor cumpla 18 años, lo que sea más largo, mientras que la pensión de supervivencia que se abona a una pareja de hecho se paga hasta que el hijo menor cumpla 18 años. En Suiza, un cónyuge supérstite recibe una pensión de supervivencia si tiene a su cargo a uno o más hijos, o si tiene 45 años o más y el matrimonio duró al menos cinco años, y el pago de la pensión de supervivencia cesa en caso de nuevo matrimonio. El cónyuge supérstite también puede elegir entre diferentes formas de pago de la pensión de supervivencia, como, por ejemplo, entre retiros programados, rentas a plazo fijo y rentas vitalicias en Chile. En general, el pago de las pensiones de supervivencia para los hijos cesa cuando los beneficiarios alcanzan la edad límite. Por último, si el afiliado ya percibía una renta vitalicia en el momento de su fallecimiento, el beneficiario solo recibe pagos de supervivencia si la renta vitalicia incluye una opción de supervivencia, una renta vitalicia conjunta o una opción de período garantizado. Con una renta vitalicia conjunta, los pagos de la renta continúan durante el resto de la vida del cónyuge supérstite, mientras que con una opción de período garantizado, los pagos de la renta cesan al final del período especificado en el contrato.

Las prestaciones por fallecimiento en forma de suma única solo están disponibles en nueve países de la OCDE. Pueden equivaler a un importe fijo predefinido o calcularse según una fórmula. Por ejemplo, en Alemania, si un afiliado a un plan de pensiones de empresa no tiene personas a su cargo con derecho a una pensión de supervivencia, se abona una prestación por fallecimiento a los herederos o al beneficiario designado en la solicitud, hasta un máximo de 7 669 EUR u 8 000 EUR, dependiendo del tipo de vehículo de financiación del plan de pensiones (por ejemplo, fondo de pensiones, contrato de seguro de pensiones o reserva contable). En Irlanda, si un afiliado a un plan de pensiones de empresa fallece mientras está en activo, el importe máximo que el plan de pensiones está autorizado a abonar es cuatro veces el salario final del afiliado, más la devolución de las aportaciones voluntarias adicionales pagadas por este. En Portugal, las prestaciones por fallecimiento a tanto alzado suelen adoptar la forma de una asignación por fallecimiento.

En el caso de los planes de pensiones de contribución definida (DC), los beneficiarios o herederos pueden tener derecho al reembolso del saldo restante de la cuenta, siempre que el afiliado falleciera antes de solicitar las prestaciones o se encontrara en un régimen de retirada programada o de disposición gradual en el momento del fallecimiento. Pueden existir varias opciones. El beneficiario o heredero puede convertirse en el afiliado sucesor del plan del fallecido (p. ej., Canadá, Irlanda) o puede transferir el saldo de la cuenta a un plan de pensiones propio que cumpla los requisitos (p. ej., Canadá, Estonia, Alemania, Irlanda, Letonia, Polonia, Rumanía). Alternativamente, los beneficiarios o herederos pueden recibir el reembolso como una suma única o en forma de pagos periódicos.

El tipo de prestaciones por fallecimiento puede depender de la situación del afiliado en el momento de su fallecimiento. La concesión de pensiones de supervivencia puede estar condicionada al cumplimiento de un número mínimo de años de cotización por parte del afiliado en el momento de su fallecimiento (p. ej., Colombia, Costa Rica, Croacia, Islandia, México). Por ejemplo, en Colombia, los beneficiarios reciben una devolución del saldo restante de la cuenta en lugar de una pensión de supervivencia si el afiliado falleció sin cumplir las condiciones de acceso. El tipo de pago a los beneficiarios o herederos también puede depender de si el afiliado ya se había jubilado en el momento del fallecimiento. Por ejemplo, en Alemania, los beneficiarios pueden recibir un reembolso del saldo restante de la cuenta si el afiliado a un plan Riester falleció durante la fase de acumulación, mientras que pueden recibir una

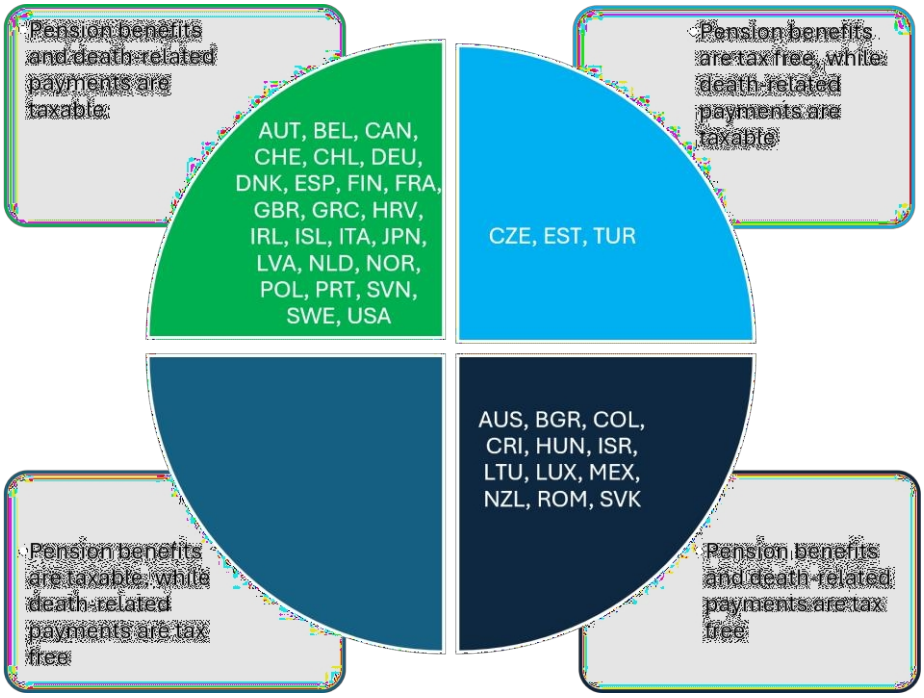
pensión de supervivencia si el afiliado estaba percibiendo una renta vitalicia con una opción de supervivencia o de período garantizado. En el Reino Unido, si un afiliado a un plan de prestaciones definidas (DB) fallece mientras percibe una pensión, se abona una pensión de supervivencia a los supervivientes con derecho a ella, mientras que si el fallecimiento del afiliado se produce antes de alcanzar la edad de jubilación, los beneficiarios designados reciben una indemnización por fallecimiento a tanto alzado.

El tipo de prestaciones por fallecimiento también puede depender del tipo de beneficiarios. En Australia, los beneficiarios no a cargo solo pueden recibir el reembolso del saldo restante de la cuenta en forma de pago único, mientras que los beneficiarios a cargo pueden elegir entre un pago único y una renta periódica. En Canadá, el cónyuge supérstite o la pareja de hecho de un afiliado a un plan de ahorro para la jubilación registrado que ya estuviera percibiendo prestaciones de pensión en el momento del fallecimiento puede transferir los fondos restantes a su propio plan, mientras que los hijos pueden recibir el reembolso en forma de pago único o utilizarlo para adquirir una renta vitalicia a plazo fijo. En Chile, si los familiares del afiliado fallecido no cumplen los requisitos para recibir una pensión de supervivencia, los herederos legales reciben un reembolso del saldo restante de la cuenta. En Irlanda, si el afiliado estaba retirando fondos de un fondo de jubilación autorizado, el cónyuge supérstite puede transferir el saldo restante de la cuenta a su propio fondo, mientras que los hijos supérstites solo pueden recibir el reembolso en forma de pago único. En Noruega, en el caso de los planes de ahorro de contribución definida, si no hay cónyuge ni hijos supervivientes, o si queda capital excedente disponible tras haber abonado las pensiones de supervivencia a dichos beneficiarios, el saldo restante de la cuenta se abona en forma de pago único a la sucesión del fallecido para su distribución entre los herederos.

5.2. Tratamiento fiscal de los pagos relacionados con el fallecimiento

La condición fiscal de los pagos por fallecimiento suele depender de si las prestaciones de pensión están sujetas a impuestos. En la mayoría de los países de la OCDE, tanto los pagos por fallecimiento como las prestaciones de pensión están sujetos a impuestos o exentos de ellos (Figura 5.2). Las únicas excepciones son Chequia, Estonia y Turquía, donde las prestaciones de pensión suelen estar exentas de impuestos, mientras que los pagos por fallecimiento están sujetos a impuestos.

Figura 5.2. Carácter imponible de las prestaciones de jubilación y los pagos por fallecimiento: caso general



Nota: El caso general se refiere al principal plan de pensiones financiado con activos de cada país. Cuando existen diferentes tratamientos fiscales, la figura asume el tratamiento fiscal aplicable a una renta vitalicia o a una pensión de supervivencia y que el beneficiario es el cónyuge del afiliado fallecido, de al menos 60 años de edad.

Sin embargo, incluso cuando tanto las prestaciones de jubilación como los pagos por fallecimiento están sujetos a impuestos, el régimen fiscal aplicable puede ser diferente. Por ejemplo, en Irlanda, las prestaciones de jubilación que superen cualquier importe único exento de impuestos están sujetas a impuestos para el afiliado al plan en virtud del régimen del impuesto sobre la renta de las personas físicas. Por el contrario, si el afiliado fallece mientras está en activo, los pagos por fallecimiento están sujetos a impuestos para los beneficiarios en virtud del régimen del impuesto sobre sucesiones. De manera similar, en Japón, los ingresos por pensiones procedentes de planes de pensiones de contribución definida (DC) individuales se gravan como ingresos diversos junto con las pensiones públicas y de empresa, mientras que los pagos únicos por fallecimiento a los familiares supervivientes suelen estar sujetos al impuesto de sucesiones.[2] En Noruega, los ingresos por pensiones procedentes de planes de pensiones de empresa se gravan tanto como renta personal (tipos impositivos progresivos) como renta ordinaria (tipo impositivo fijo del 22 %), mientras que las pensiones de supervivencia para los hijos se gravan únicamente como renta ordinaria.

Además, el tratamiento fiscal de los pagos relacionados con el fallecimiento puede variar en función de diversos parámetros, como la forma de pago, el tipo de beneficiario, la situación del afiliado al plan en el momento del fallecimiento y el tipo de plan. Solo en cinco de los países analizados los pagos relacionados con el fallecimiento nunca están sujetos a impuestos: Bulgaria, Costa Rica, Hungría, Nueva Zelanda y la República Eslovaca.

5.2.1. Diferencias entre las distintas formas de pago

El tratamiento fiscal de las prestaciones por fallecimiento depende de la forma de pago en la mitad de los países de la OCDE. Las prestaciones por fallecimiento solo pueden adoptar una forma en Austria, Bulgaria, Finlandia, Israel, Japón, los Países Bajos, Nueva Zelanda, Eslovenia, Suecia y Turquía (Tabla 5.1). Además, las prestaciones por fallecimiento pueden adoptar diferentes formas con el mismo tratamiento fiscal en Colombia, Costa Rica, Hungría, Islandia, Italia, Lituania, México, la República Eslovaca y España (Tabla 5.2). En todos los demás países (20 de los 40), los tipos impositivos o los regímenes fiscales aplicables varían en función de la forma de pago, al menos para un tipo de plan de pensiones.

Tabla 5.2. Tratamiento fiscal de las prestaciones por fallecimiento según la forma de pago

Tipo impositivo o régimen fiscal aplicable

	Pensiones de supervivencia	Indemnizaciones por fallecimiento a tanto alzado	Reembolsos: importe único	Reembolsos: Renta periódica	Reembolsos: transferencia
Australia			**Libres de impuestos**	Exento de impuestos o sujeto al IRPF (pueden aplicarse compensaciones fiscales)	
Austria	Impuesto sobre la renta de las personas físicas				
Bélgica	Impuesto sobre la renta de las personas físicas	10 % + **IHT**	10 % + **IHT**		
Bulgaria			Libres de impuestos		
Canadá	Impuesto sobre la renta de las personas físicas	Impuesto sobre la renta de las personas físicas	Impuesto sobre la renta de las personas físicas (miembro)		Impuesto diferido
Chile	Impuesto sobre la renta de las personas físicas		IHT		
Colombia	Exento de impuestos (límite máximo)		Exento de impuestos (límite máximo)		
Costa Rica	Libres de impuestos		Libres de impuestos		
Croacia	**Impuesto sobre la renta de las personas físicas**		**IHT**		
Chequia			**15 % (rendimientos y cotizaciones patronales)**	Libres de impuestos	
Dinamarca	Impuesto sobre la renta de las personas físicas	40 %			
Estonia	Impuesto sobre la renta de las personas físicas		Impuesto sobre la renta de las personas físicas		Impuesto diferido
Finlandia	Impuesto sobre la renta (PIT) o ingresos del capital				
Francia	Impuesto sobre la renta de las personas físicas		**IHT**	**IHT**	
Alemania	Impuesto sobre la renta de las personas físicas	Impuesto sobre la renta de las personas físicas	Impuesto sobre la renta de las personas físicas		Impuesto diferido

Grecia	Impuesto sobre la renta de las personas físicas		5 %-20 %	2,5 %-10 %	
Hungría			Libres de impuestos		Libres de impuestos
Islandia	Impuesto sobre la renta de las personas físicas		Impuesto sobre la renta de las personas físicas		
Irlanda	Impuesto sobre la renta de las personas físicas	IHT	**IHT**		Impuesto diferido

	Pensiones de supervivencia	Indemnizaciones por fallecimiento a tanto alzado	Reembolsos: Pago único	Reembolsos: Renta vitalicia	Reembolsos: transferencia
Israel	Exento de impuestos (límite máximo)				
Italia	9 %-15 %		9 %-15 %	9 %-15 %	
Japón1			Impuesto sobre el patrimonio o sobre la renta de las personas físicas		
Letonia	PIT		25,5 %		Impuesto diferido
Lituania			**IHT**		**IHT**
Luxemburgo	**IHT**		Ingresos extraordinarios		
México	Exento de impuestos (límite máximo)		Exento de impuestos (límite máximo)		
Países Bajos	PIT				
Nueva Zelanda			Exento de impuestos		
Noruega	**IRPF + 22 %**		45 % o 22 %		
Polonia			19 %, 10 % o libre de impuestos		Impuesto diferido
Portugal	PIT	**Varía según el grado de parentesco**	8 %-20 %	8 %-28 % o el IRPF	
Rumanía			Exento de impuestos (límite máximo)	Exento de impuestos (límite máximo)	Impuesto diferido
República Eslovaca	Exento de impuestos		Exento de impuestos		Exento de impuestos
Eslovenia			**PIT**		
España	PIT	PIT	PIT	PIT	
Suecia	PIT				
Suiza	PIT	PIT	Renta del capital		
Turquía			IHT		
Reino Unido2	PIT	PIT	PIT + **IHT**	PIT + **IHT**	
Estados Unidos	PIT		PIT + **IHT** + **GSTT**	PIT + **IHT** + **GSTT**	

Notas: PIT = impuesto sobre la renta de las personas físicas, IHT = impuesto de sucesiones, GSTT = impuesto sobre las transmisiones entre generaciones. **El texto en negrita** indica que el tratamiento fiscal depende del tipo de beneficiario. «Exento de impuestos (límite)» significa que el pago está exento de impuestos hasta un umbral determinado. «PIT (afiliado)» significa que el pago se grava al tipo marginal del afiliado fallecido.

1. El impuesto de sucesiones se aplica si el pago de la liquidación se formaliza en los tres años siguientes al fallecimiento del afiliado al plan. Si el pago se formaliza más de tres años después del fallecimiento, pero la solicitud se presenta en un plazo de cinco años, el pago se considera renta temporal y está sujeto al impuesto sobre la renta de las personas físicas.

2. La normativa del Reino Unido refleja los cambios en el régimen del impuesto sobre sucesiones que entrarán en vigor a partir del 6 de abril de 2027.

Cuando son imponibles, las pensiones de supervivencia suelen estar sujetas al impuesto sobre la renta de las personas físicas. Las pensiones de supervivencia se gravan entonces al tipo impositivo marginal del beneficiario. Existen algunas excepciones, como en Finlandia, Italia, Luxemburgo y Noruega. Por ejemplo, en Noruega, las pensiones de supervivencia se gravan como ingresos por pensión, lo que significa que se consideran tanto ingresos personales como ingresos ordinarios (tipo impositivo fijo del 22 %). En Luxemburgo, las pensiones de supervivencia están sujetas al impuesto de sucesiones, aunque se aplican algunas exenciones.

Los beneficiarios que transfieran el saldo restante de la cuenta del plan de pensiones de contribución definida (DC) del fallecido a su propio plan de pensiones suelen poder hacerlo con aplazamiento fiscal. Esto significa que no hay que pagar impuestos en el momento de la transferencia y que los beneficiarios pueden pagar impuestos una vez que retiren el dinero de su plan. Solo se autorizan las transferencias a planes de pensiones que cumplan los requisitos. Por ejemplo, en Canadá, el cónyuge del fallecido solo puede transferir el valor de la pensión de un plan de pensiones registrado (RPP) a su propio plan de ahorro para la jubilación registrado (RRSP), fondo de ingresos para la jubilación registrado (RRIF), cuenta de jubilación bloqueada o RPP. En Alemania, el capital de pensión de un plan Riester puede transferirse al plan Riester del cónyuge o de la pareja registrada del afiliado fallecido, y si estos no disponen de su propio plan Riester en el momento del fallecimiento del afiliado, disponen de un plazo de hasta 12 meses para abrir una cuenta y realizar la transferencia. En Letonia y Rumanía, las transferencias solo pueden realizarse entre dos cuentas de pensión obligatorias.

Existe una gran heterogeneidad entre los distintos países en cuanto al tratamiento fiscal de los reembolsos de los saldos de las cuentas pagados en forma de suma única. Estos pagos pueden estar exentos de impuestos, gravarse a un tipo fijo, estar sujetos al impuesto sobre la renta de las personas físicas o al impuesto de sucesiones. También pueden combinarse

varios regímenes fiscales. Por ejemplo, en Bélgica,

los beneficiarios reciben los activos de la pensión una vez deducido un impuesto del 10 % tras el fallecimiento del afiliado antes de la edad normal de jubilación, y en determinados casos también se aplica el impuesto de sucesiones, como por ejemplo si el fallecido era un trabajador por cuenta propia.

Once de los países incluidos en el análisis gravan con el impuesto de sucesiones o el impuesto sobre el patrimonio los reembolsos de los saldos de las cuentas.[3] Algunos países aplican tipos impositivos fijos por encima de un umbral de exención fiscal, mientras que la mayoría aplica tipos impositivos progresivos (OCDE, 2021[3]).[4] El impuesto de sucesiones se aplica con menor frecuencia a las prestaciones por fallecimiento en forma de pago único (Irlanda) y a las pensiones de supervivencia (Luxemburgo).

Los reembolsos de los saldos de las cuentas pueden estar sujetos tanto al impuesto sobre la renta de las personas físicas como al impuesto de sucesiones. Este es el caso del Reino Unido y de Estados Unidos, donde los beneficiarios pueden pagar el impuesto sobre la renta de las personas físicas por las cantidades recibidas, mientras que el importe total del reembolso ya ha estado sujeto al impuesto de sucesiones a nivel de la herencia del afiliado fallecido. En Estados Unidos, los beneficiarios pueden solicitar una deducción fiscal por «Ingresos atribuibles a un difunto» (IRD). La deducción fiscal por IRD corresponde a la parte del impuesto federal sobre sucesiones atribuible a los activos de pensión heredados en el momento del fallecimiento del afiliado al plan. De este modo se evita la doble imposición. En el Reino Unido no existe una norma de este tipo.

El tratamiento fiscal de los pagos por fallecimiento tiende a desfavorecer las sumas únicas. Por ejemplo, en Chequia, en el caso de los regímenes de seguros de pensiones complementarios, el beneficiario designado recibe un pago por fallecimiento libre de impuestos si se trata de una renta vitalicia o de retiradas programadas pagadas a lo largo de al menos 10 años, mientras que, en los demás casos, se aplica un impuesto del 15 % a los rendimientos y a las aportaciones del empleador. En Dinamarca, los beneficiarios pagan impuestos según su tipo marginal del impuesto sobre la renta de las personas físicas si optan por recibir los pagos por fallecimiento a plazos o en forma de renta vitalicia, mientras que pagan un tipo fijo del 40 % si eligen una suma única. En Grecia, los tipos impositivos aplicados a las prestaciones por fallecimiento procedentes de fondos de seguros profesionales voluntarios son el doble para las sumas globales en comparación con los pagos periódicos. Por el contrario, en Australia, los beneficiarios dependientes del fallecido pueden elegir entre una suma global libre de impuestos y una renta que está sujeta a impuestos si tanto el fallecido como el beneficiario son menores de 60 años.

5.2.2. Diferencias entre los distintos tipos de beneficiarios

El tratamiento fiscal de las prestaciones por fallecimiento, independientemente de su forma, tiende a ser más favorable cuando las reciben cónyuges, parejas de hecho e hijos que cuando las reciben otros tipos de beneficiarios. Los cónyuges, las parejas de hecho y los hijos reciben las prestaciones por fallecimiento libres de impuestos o pagan impuestos a un tipo más bajo que otros tipos de beneficiarios en Australia, Bélgica, Francia, Irlanda, Lituania, Luxemburgo, Portugal, el Reino Unido y los Estados Unidos (Tabla 5.3). En Croacia y Noruega, las pensiones de supervivencia para los hijos se gravan de forma más favorable que las destinadas a cónyuges o parejas de hecho. Es muy probable que esto también sea así en Canadá y Chile, ya que es posible que los hijos no tengan otros ingresos imponibles aparte de la prestación por fallecimiento, lo que los sitúa en un tramo impositivo del impuesto sobre la renta de las personas físicas más bajo que el de los cónyuges, que pueden percibir además ingresos laborales. En Chequia, el tratamiento fiscal de las prestaciones por fallecimiento es más favorable cuando el afiliado al plan no ha designado a ningún beneficiario y los fondos se tramitan como herencia, mientras que en Turquía los tipos del impuesto de sucesiones son más elevados para los beneficiarios designados que para los herederos legales. En Canadá e Irlanda, solo los cónyuges o parejas de hecho pueden transferir sus derechos de supervivencia a su propio plan de pensiones con aplazamiento del pago de impuestos, lo que significa que solo pagarán impuestos cuando retiren los fondos de su plan.

Tabla 5.3. Diferencias en el tratamiento fiscal de los pagos por fallecimiento según el tipo de beneficiario

Tipo impositivo o régimen fiscal aplicable

	Tipo de plan	Cónyuge / pareja	Niños hasta una determinada edad	Otros supervivientes con derecho a prestación	Beneficiarios designados	Herederos
Australia	Todos	Exento de impuestos	Exento de impuestos	Exento de impuestos		Hasta un 15 % (parte sujeta a impuestos) o un 30 % (parte no sujeta a impuestos), más la cotización a Medicare cuando proceda
Bélgica	Todos	10 %	10 %			10 % + IHT
Canadá	Todos	IR o impuestos diferidos	IRPF			Impuesto sobre la renta de las personas físicas (miembro)
Chile	Todos	IRPF	IRPF	IRPF		IHT
Croacia1	Obligatorio		Exento de impuestos	IRPF		Impuesto sobre sucesiones para parientes colaterales
Chequia	Complementario Planes de ahorro para la jubilación				15 % (rendimientos y contribuciones del empleador)	Exento de impuestos
Francia	Cuenta de valores	Exento de impuestos		IHT		
Irlanda	ARF/AMRF	Impuestos diferidos	IHT	30 %		IRPF + Impuesto sobre sucesiones
Lituania	Todos	Exento de impuestos	Exento de impuestos	Exento de impuestos		IHT
Luxemburgo	Previsión social	Exento de impuestos	Exento de impuestos	Exento de impuestos		IHT
Noruega	Planes de ahorro de aportación definida	IRPF + 22 %	22 %			45 %
Eslovenia	Todos				IRPF	IHT
Turquía	Todos				IHT (10 %-30 %)	IHT (1 %-10 %)
Reino Unido2	Todos	IRPF		IRPF + Impuesto sobre sucesiones		
Estados Unidos	DC, excepto Roth	IRPF	IRPF + Impuesto sobre sucesiones			IRPF + Impuesto sobre Sucesiones + GSTT

Notas: PIT = impuesto sobre la renta de las personas físicas, IHT = impuesto de sucesiones, GSTT = impuesto sobre las transmisiones entre generaciones. «PIT (miembro)» significa que el pago se grava al tipo marginal del miembro fallecido.

1. La herencia entre padres e hijos, abuelos, nietos y bisnietos corresponde a la línea vertical de parentesco, mientras que la herencia entre hermanos, hermanas o tíos corresponde a la línea lateral.

2. Las normas para el Reino Unido reflejan los cambios en el régimen del impuesto de sucesiones que se aplicarán a partir del 6 de abril de 2027.

El tratamiento fiscal preferencial de los cónyuges e hijos se deriva, en parte, de las normas del impuesto de sucesiones. Los umbrales de exención del impuesto de sucesiones suelen variar en función de la relación entre el fallecido y los beneficiarios, y los familiares cercanos —normalmente cónyuges e hijos— se benefician de umbrales de exención fiscal más elevados. El cónyuge supérstite está incluso totalmente exento del impuesto de sucesiones en la mayoría de los países (por ejemplo, Francia, Lituania, Luxemburgo, Eslovenia, el Reino Unido y Estados Unidos). Varios países también aplican tipos impositivos diferentes, fijos o progresivos, en función de la proximidad entre el fallecido y el beneficiario. Los tipos impositivos suelen ser más bajos para los cónyuges e hijos que para otros miembros de la familia y personas sin parentesco (OCDE, 2021[3]).

5.2.3. Diferencias según la situación del afiliado fallecido

Hay algunos países en los que el tratamiento fiscal de las prestaciones por fallecimiento depende de la situación del afiliado en el momento de su fallecimiento. Por ejemplo, en Grecia e Italia, el tipo impositivo aplicado a las prestaciones por fallecimiento es inversamente proporcional a la duración de la participación del afiliado fallecido en el plan de pensiones, en consonancia con los tipos impositivos aplicables a las prestaciones de jubilación que el afiliado

recibía o habría recibido (Tabla 5.4). En Francia y el Reino Unido, el impuesto adeudado sobre determinados pagos por fallecimiento es menor cuando el afiliado fallece a una edad más temprana. En Bélgica, la exención del impuesto de sucesiones para los reembolsos a tanto alzado nunca se aplica en caso de que el afiliado fallecido fuera un trabajador por cuenta propia. En Chequia y Alemania, aunque el tratamiento fiscal sigue siendo el mismo, en los planes en los que los afiliados pueden recibir aportaciones públicas, es posible que parte de dichas aportaciones deba devolverse al erario público antes de abonar la prestación por fallecimiento a los beneficiarios si el afiliado se encontraba aún en la fase de acumulación en el momento del fallecimiento.

Tabla 5.4. Diferencias en el tratamiento fiscal de las prestaciones por fallecimiento según la situación de los afiliados al plan

	Tipo de plan	Situación del afiliado al plan en el momento del fallecimiento	Tipo impositivo o régimen fiscal aplicable
Bélgica	Todos	Empleado	10 % si el beneficiario es el cónyuge o un hijo menor de 21 años; 10 % + IHT en los demás casos
		Trabajadores autónomos	10 % + IHT
República Checa	Planes de ahorro para pensiones complementarias	Aún no tiene derecho a una pensión	La devolución a tanto alzado excluye las aportaciones del Estado
		Con derecho a una pensión que aún no o que se estén recibiendo retiros programados	El reembolso a tanto alzado incluye las aportaciones del Estado
Francia	Contratos de seguro de jubilación	Menores de 70 años	Deducción de 152 500 EUR por cada beneficiario; a continuación, el 20 % hasta 700 000 EUR y el 31,25 % sobre el excedente
		A partir de los 70 años	El impuesto sobre sucesiones se aplica tras una deducción de 30 500 EUR, que se repartirá entre todos los beneficiarios
Alemania	Riester	En la fase de ahorro	La devolución a tanto alzado excluye las ayudas públicas
		Cobro de una pensión con un período garantizado	Las ayudas públicas deben reembolsarse de forma prorrateada
		Cobro de una pensión vitalicia con opción de supervivencia	Las ayudas públicas se mantienen
Grecia	Seguro de empleo voluntario	> 5 años de cotización	Del 10 % al 2,5 % (del 20 % al 5 %, respectivamente) tras más de 20 años de cotización para prestaciones periódicas (o pagos únicos, respectivamente)
Italia	Todos	> 15 años de afiliación	Del 15 % al 9 % tras 35 años de participación
		≤ 15 años de cotización	15 %
Reino Unido	DC	Menores de 75 años	Impuesto sobre la renta (PIT) sobre la parte del reembolso a tanto alzado que supere la deducción por pago a tanto alzado y prestación por fallecimiento
		75 años o más	Impuesto sobre la renta (PIT) sobre la totalidad del reembolso a tanto alzado

Nota: PIT = impuesto sobre la renta de las personas físicas; IHT = impuesto sobre sucesiones.

5.2.4. Diferencias entre los distintos tipos de planes

Por último, la tributación de los pagos relacionados con el fallecimiento puede variar en función del tipo de plan al que estuviera afiliado el fallecido. Algunos ejemplos son:

- Dinamarca y Estados Unidos: Los pagos relacionados con el fallecimiento están exentos de impuestos cuando proceden de planes en los que los afiliados no se beneficiaron de ninguna desgravación fiscal por las aportaciones (por ejemplo, los planes Roth en el caso de Estados Unidos), mientras que, en los demás casos, están sujetos al impuesto sobre la renta de las personas físicas.
- Finlandia: Las indemnizaciones de seguros procedentes de planes de pensiones individuales están sujetas al impuesto sobre las rentas del capital, mientras que las pensiones de supervivencia de los planes de pensiones de empresa obligatorios están sujetas al impuesto sobre la renta de las personas físicas.
- Francia: Las liquidaciones a tanto alzado siempre están sujetas al impuesto de sucesiones cuando el plan de pensiones adopta la forma de una cuenta de valores, mientras que solo están sujetas a dicho impuesto cuando el afiliado fallece después de los 70 años y el plan de pensiones adopta la forma de un contrato de seguro de pensiones (Tabla 5.4).

- Grecia: El tipo impositivo aplicable a los pagos procedentes de fondos de seguro ocupacional voluntarios depende de la antigüedad en el seguro (Tabla 5.4), mientras que las pensiones de supervivencia del fondo de pensiones complementario obligatorio TEKA están sujetas al impuesto sobre la renta de las personas físicas.
- Luxemburgo: Los pagos por fallecimiento procedentes de planes de pensiones de empleo están sujetos al impuesto de sucesiones, mientras que los procedentes de contratos individuales de ahorro para la jubilación se gravan como ingresos extraordinarios.
- Polonia: Los pagos por fallecimiento están sujetos a impuestos en los planes OFE e IKZE, mientras que están exentos de impuestos en los planes PPK, PPE e IKE de « ». Esto se ajusta al tratamiento fiscal de las prestaciones de jubilación de los distintos planes.

5.3. Consideraciones políticas sobre la tributación de los pagos por fallecimiento

Existen ventajas y limitaciones en los distintos enfoques para gravar los pagos por fallecimiento procedentes de planes de pensiones respaldados por activos. Su tratamiento fiscal depende de si se consideran principalmente como ingresos o como una herencia y, por lo tanto, de si debe aplicarse el impuesto sobre la renta de las personas físicas y/o el impuesto de sucesiones. El análisis se centra por separado en las pensiones de supervivencia, las devoluciones de los saldos restantes de las cuentas y las prestaciones por fallecimiento en forma de suma única , ya que la naturaleza de las diferentes formas de pagos por fallecimiento da lugar a consideraciones distintas.

5.3.1. Pensiones de supervivencia

Las pensiones de supervivencia son un importante instrumento de política para estabilizar el consumo tras el fallecimiento de un cónyuge. Una caída de los ingresos totales del hogar de alrededor del 30 % tras el fallecimiento de un cónyuge es suficiente para provocar un descenso del nivel de vida del superviviente, ya que dejan de existir las economías de escala que supone vivir en pareja (OCDE, 2018[4]). Las pensiones de supervivencia para cónyuges pueden paliar esa caída al sustituir parte de los ingresos por pensión de la pareja fallecida. Además, la disposición a redistribuir parte de una prestación de pensión hacia una pensión de supervivencia es mayor entre los afiliados con un cónyuge más vulnerable que contribuye menos a los ingresos totales del hogar y tiene una mayor esperanza de vida (de Grip, Fouarge y Montizaan, 2019[5]). En consonancia con esto, las mujeres son las principales beneficiarias de las pensiones de supervivencia, que reducen la brecha de pensiones entre hombres y mujeres en aproximadamente un tercio de media en los países de la OCDE (OCDE, 2025[6]).

La función de sustitución de ingresos que desempeñan las pensiones de supervivencia para los cónyuges podría justificar un tratamiento fiscal similar al de las prestaciones de jubilación de los afiliados. De hecho, en todos los países de la OCDE, el tratamiento fiscal de las pensiones de supervivencia para los cónyuges es idéntico al que se aplica a las prestaciones de jubilación de los afiliados. Las pensiones de supervivencia están exentas de impuestos para el cónyuge, al menos hasta un umbral determinado, en Colombia, Costa Rica, Israel, Luxemburgo, México y la República Eslovaca, en consonancia con la exención fiscal de las prestaciones de jubilación para los afiliados a los planes en estos países. Cuando las prestaciones de jubilación están sujetas al impuesto sobre la renta de las personas físicas, lo mismo ocurre con las pensiones de supervivencia.

La tributación de las pensiones de supervivencia para los hijos debe tener en cuenta la diferente finalidad que cumplen y el hecho de que los hijos no suelen percibir ingresos. A diferencia de las pensiones de supervivencia para los cónyuges, las pensiones de supervivencia para los hijos no están destinadas principalmente a sustituir los ingresos propios del beneficiario. Su objetivo es proporcionar apoyo financiero para garantizar la continuidad del cuidado y la inversión en la educación, la salud y las condiciones de vida de los hijos. Además, los hijos a cargo no suelen percibir ingresos y gravar las pensiones de supervivencia reduciría los recursos disponibles para su manutención y desarrollo. Esto puede justificar una exención fiscal de las pensiones de supervivencia para los hijos, como ocurre en varios países (Tabla 5.3), aunque ello plantea cuestiones de equidad entre los beneficiarios. Por ejemplo, en Croacia, las pensiones de supervivencia para los hijos están exentas de impuestos, mientras que las pensiones de supervivencia para otros familiares con derecho a ellas están sujetas al impuesto sobre la renta de las personas físicas. En otros países, aunque las pensiones de supervivencia para los hijos estén sujetas al impuesto sobre la renta de las personas físicas (p. ej., Austria, Chile, Finlandia, Grecia, Islandia, Suiza y el Reino Unido), en la medida en que las escalas impositivas sean progresivas,

los menores pueden pagar poco o ningún impuesto sobre la renta por la pensión de supervivencia que reciben. En Noruega, las pensiones de supervivencia para menores no están sujetas al impuesto sobre la renta de las personas físicas, sino a un tipo impositivo fijo del 22 %.

Eximir las pensiones de supervivencia del impuesto sobre la renta de las personas físicas cuando los impuestos sobre los ahorros para la jubilación se aplazan hasta la jubilación del afiliado al plan puede implicar que una gran parte de dichos ahorros quede totalmente exenta de impuestos. Muchos países de la OCDE aplican el régimen fiscal «exento-exento-gravado» (EET) a los ahorros para la jubilación, lo que significa que las aportaciones son deducibles de la base imponible, los rendimientos están exentos de impuestos y las prestaciones de jubilación están sujetas a impuestos (OCDE, 2024[7]). Si el afiliado fallece antes de la jubilación y las pensiones de supervivencia no están sujetas a impuestos —ya sea porque están específicamente exentas del impuesto sobre la renta de las personas físicas o porque se sitúan por debajo de un umbral de exención fiscal—, los saldos del plan de pensiones se beneficiarían, en la práctica, de un régimen fiscal «exento-exento-exento» (EEE). Si las pensiones de supervivencia también están exentas del impuesto sobre sucesiones, esto implica que los ahorros para la jubilación transferidos tras el fallecimiento reciben un tratamiento fiscal más favorable que los ahorros para la jubilación utilizados para financiar los ingresos durante la jubilación (Adam et al., 2022[8]).

La aplicación del impuesto de sucesiones a las pensiones de supervivencia puede resultar inadecuada, ya que la mayoría de los países no las consideran una herencia, al menos cuando los beneficiarios son el cónyuge y los hijos a cargo. Las pensiones de supervivencia pueden considerarse un derecho a una prestación que se abona a los beneficiarios que sobreviven al afiliado al plan, más que una transferencia del capital acumulado por el fallecido. Como tal, podría ser más adecuado aplicar el impuesto sobre la renta de las personas físicas en lugar del impuesto de sucesiones. Este es el enfoque que se sigue en la mayoría de los países de la OCDE. Luxemburgo es el único país de la OCDE que aplica el impuesto de sucesiones a las pensiones de supervivencia, aunque los cónyuges y los herederos en línea directa descendente o ascendente están exentos de dicho impuesto.

5.3.2. Reembolsos de los saldos restantes de las cuentas

La finalidad de los reembolsos de los saldos restantes de las cuentas es, esencialmente, transferir los ahorros de jubilación residuales a los beneficiarios. Esto los diferencia de las pensiones de supervivencia, cuyo objetivo es mantener a las personas a cargo tras el fallecimiento del afiliado al plan. Por lo tanto, los saldos no gastados de las cuentas de contribución definida podrían considerarse como cualquier otro tipo de patrimonio que las personas puedan legar. Esto puede influir en qué régimen fiscal podría ser más adecuado, en cómo pueden responder las personas a la tributación y en la necesidad de diferenciar el tratamiento fiscal entre las distintas personas.

El impuesto sobre la renta de las personas físicas frente al impuesto de sucesiones

Las devoluciones de los saldos de las cuentas suelen estar sujetas a un único régimen fiscal, y la elección entre el impuesto sobre la renta de las personas físicas y el impuesto de sucesiones depende, en primer lugar, de si los países cuentan con un régimen de impuesto de sucesiones. Quince de los países incluidos en el análisis no cuentan con un régimen de impuesto de sucesiones (Figura 5.3). En estos países, las devoluciones solo pueden gravarse a tipos fijos o en el marco del régimen del impuesto sobre la renta de las personas físicas.

La elección entre el impuesto sobre la renta de las personas físicas y el impuesto de sucesiones para los reembolsos también depende de si los saldos heredados se tratan como ingresos del trabajo diferidos o como patrimonio financiero. Por un lado, un régimen de impuesto sobre la renta de las personas físicas mantiene la lógica de la tributación diferida de los ingresos del trabajo que se aplica en muchos países de la OCDE (régimen fiscal «EET») y promueve la equidad horizontal (es decir, las personas que perciben el mismo nivel de ingresos tributan de manera similar, independientemente de la fuente de los mismos) y la equidad vertical (es decir, las personas con mayor capacidad contributiva pagan relativamente más impuestos). Sin embargo, un régimen de impuesto sobre la renta de las personas físicas puede dar lugar a unos ingresos fiscales inferiores a los que se habrían recaudado si el afiliado al plan hubiera consumido todo el saldo de la cuenta, ya que los beneficiarios pueden estar exentos del impuesto sobre la renta de las personas físicas o pueden programar los pagos para los años en los que estarían sujetos a tipos impositivos más bajos. Por otro lado, un régimen de impuesto de sucesiones reconoce la dimensión hereditaria de los activos de pensiones y reduce los incentivos para utilizar las pensiones respaldadas por activos como un vehículo para los legados, en lugar de como un vehículo para la provisión de ingresos de jubilación. Además, el tratamiento fiscal adecuado puede depender de la forma en que se reciban los saldos heredados. Los reembolsos de los saldos de las cuentas pagados como una corriente de ingresos pueden acercarse más al concepto de ingresos diferidos, mientras que los pagados como una suma única pueden asimilarse a transferencias de patrimonio. Esto puede justificar la aplicación de un régimen fiscal diferente.

Figura 5.3. Aplicación del impuesto de sucesiones a los reembolsos de los saldos restantes de las cuentas



Fuente: Basado en la OCDE (2021[3]), *«Inheritance Taxation in OECD Countries»*, Estudios de Política Fiscal de la OCDE, n.º 28, https://doi.org/10.1787/e2879a7d-en; OCDE (2025[2]), *«Annual survey of financial incentives for retirement savings: Country profiles 2025»*, https://doi.org/10.1787/631aa80d-en.

En los países que cuentan con un régimen de impuesto sobre sucesiones, la inclusión de las pensiones respaldadas por activos en el ámbito de aplicación de dicho impuesto puede limitar el uso de estas pensiones como herramienta de planificación fiscal. Si bien la mayoría de los países incluidos en el análisis cuentan con un régimen de impuesto sobre sucesiones, los reembolsos de los saldos restantes de las cuentas están sujetos a dicho impuesto en menos del 55 % de ellos (Figura 5.3). Por ejemplo, en Polonia, los activos acumulados en planes de jubilación adquiridos por herencia no están sujetos al impuesto sobre sucesiones y donaciones. Por el contrario, el Reino Unido aplicará el impuesto sobre sucesiones a la mayoría de los fondos de pensiones no utilizados y a las prestaciones por fallecimiento a partir de abril de 2027, con el fin de reducir los incentivos para utilizar los planes de pensiones como herramienta de planificación fiscal (HM Revenue & Customs, 2025[9]). Según la normativa vigente, las personas físicas pueden acumular ahorros libres de impuestos en su plan de pensiones, recurrir a otros medios para financiar su jubilación y dejar que sus activos de pensiones no utilizados sean heredados por los beneficiarios sin ningún impuesto de sucesiones, siempre que su plan de pensiones sea discrecional, lo cual es el caso de la mayoría de los planes de pensiones.[5] La reforma tratará a todos los planes de pensiones de la misma manera e incluirá todos los fondos de pensiones no utilizados en la masa hereditaria del afiliado a efectos del impuesto de sucesiones. La tributación ya no dependerá del tipo de instrumento utilizado por los particulares para acumular patrimonio, lo que reducirá las oportunidades de arbitraje (OCDE, 2021[3]).

Algunos países aplican ambos regímenes fiscales: el impuesto sobre la renta de las personas físicas se aplica a los pagos a los beneficiarios y el impuesto de sucesiones se aplica al patrimonio del fallecido. Existen dos enfoques en cuanto a la interacción entre ambos regímenes fiscales. En el Reino Unido, primero se aplica el impuesto de sucesiones sobre el patrimonio del fallecido y, a continuación, los beneficiarios pagan el impuesto sobre la renta de las personas físicas sobre los importes netos que reciben. Como resultado, el patrimonio de pensiones transferido puede estar sujeto tanto al impuesto de sucesiones como al impuesto sobre la renta de las personas físicas, aunque ambos impuestos se aplican a contribuyentes diferentes y reflejan bases imponibles distintas (OCDE, 2021[3]). Por el contrario, en Estados Unidos existe un mecanismo para evitar la doble imposición, mediante el cual los beneficiarios pueden reducir su obligación tributaria por el impuesto sobre la renta de las personas físicas sobre los pagos relacionados con el fallecimiento que reciban, deduciendo un importe correspondiente al impuesto de sucesiones ya pagado por la herencia sobre el patrimonio de pensiones transferido.

La doble imposición también puede producirse cuando los beneficiarios pagan el impuesto de sucesiones sobre los pagos recibidos, mientras que el afiliado al plan ya había pagado el impuesto sobre la renta de las personas físicas por los ahorros de jubilación acumulados. Por ejemplo,

en Turquía, los saldos de las cuentas, una vez deducidos los impuestos sobre los rendimientos, están sujetos al impuesto de sucesiones al fallecer el afiliado al plan, aunque las aportaciones se hayan pagado con los ingresos después de impuestos del afiliado. En este caso, el sistema fiscal trata los planes de pensiones respaldados por activos de manera más favorable como instrumento para la provisión de ingresos de jubilación («TTE») que como instrumento para legados («TTT»).

Respuestas de comportamiento ante la tributación de sucesiones

El comportamiento de ahorro a largo plazo puede cambiar cuando se incluyen las pensiones respaldadas por activos en el ámbito de aplicación del impuesto de sucesiones. Algunas personas pueden reaccionar retirando dinero de sus planes de pensiones a edades más tempranas y en cantidades mayores durante la jubilación, ya que se reduce el valor de dejar el patrimonio de la pensión a los beneficiarios (Oxford Economics, 2025[10]). Esto puede aumentar el riesgo de que las personas se queden sin dinero y tengan que recurrir a las redes de seguridad públicas en etapas posteriores de su vida. También puede dejar a las personas con menos patrimonio para hacer frente a los costes de los cuidados de larga duración. Además, someter las pensiones respaldadas por activos al impuesto de sucesiones puede disuadir a las personas de ahorrar para la jubilación desde el principio. Por otra parte, algunas personas podrían ahorrar más para compensar el aumento de la carga fiscal que recaerá sobre sus beneficiarios. La evidencia empírica, procedente de un número limitado de estudios, muestra un impacto negativo de los impuestos de sucesiones en la acumulación de patrimonio. Sin embargo, no existe consenso sobre la magnitud de dicho efecto, que varía de modesto a considerable según los estudios (Schratzenstaller, 2025[11]). Además, la literatura especializada no analiza el impacto específico de los impuestos de sucesiones sobre el ahorro para la jubilación.

La respuesta conductual a los impuestos sobre sucesiones puede depender del motivo del legado. Existen diferentes tipos de motivos para realizar un legado (OCDE, 2021[3]; Kopczuk, 2013[12]). Algunas personas pueden dejar legados accidentales. Este podría ser el caso cuando las personas ahorran para satisfacer sus necesidades durante la jubilación (por ejemplo, para estabilizar el consumo o disponer de ahorros de precaución para cubrir los gastos de cuidados a largo plazo) y están dispuestas a consumir todo su patrimonio, pero fallecen con patrimonio sin gastar debido a la incertidumbre en torno a la esperanza de vida. Los legados accidentales también pueden producirse cuando las personas solo desean acumular patrimonio por el prestigio y el poder que este les confiere mientras viven y no les importa la cantidad que reciban sus herederos. En estos casos, es poco probable que el impuesto de sucesiones afecte al comportamiento de ahorro. Por el contrario, algunas personas desean dejar un legado. Entre ellas se encuentran aquellas que obtienen utilidad simplemente por el hecho de dejar un legado, independientemente de las necesidades de sus herederos (motivo de la «alegría de dar» o de la «sensación de satisfacción»). Otras personas tienen preferencias más altruistas y desean dejar un legado que tenga en cuenta el bienestar de sus herederos. Sin embargo, para otras personas, los legados se utilizan para compensar a los herederos por los servicios que les han prestado, como cuidar de ellos en la vejez o permitirles el acceso a los nietos (motivo de «intercambio» o «estratégico»). Es probable que el impuesto de sucesiones afecte al comportamiento de ahorro cuando existen tales legados intencionados. Algunas personas pueden ahorrar más para compensar la obligación tributaria por el impuesto de sucesiones, mientras que a otras esto puede disuadirlas de ahorrar (Schratzenstaller, 2025[11]).

El régimen óptimo del impuesto de sucesiones depende del objetivo de la política, que a su vez se ve influido por el tipo de legado. Si se da prioridad a la eficiencia económica, entonces gravar los legados accidentales funciona mejor, ya que es menos probable que las personas cambien su comportamiento de ahorro. Si las cuestiones de equidad son una preocupación mayor, entonces los responsables políticos deberían centrarse en los legados intencionados. De hecho, los legados intencionados pueden contribuir a una mayor desigualdad de riqueza y a una menor igualdad de oportunidades, cuando las personas con capacidades y niveles de esfuerzo similares deberían tener perspectivas de vida similares (OCDE, 2021[3]). Por último, los legados intencionados también deberían gravarse si el objetivo de la política es disuadir a las personas de utilizar su plan de pensiones como herramienta de transferencia de riqueza y animarlas, en cambio, a utilizar sus activos acumulados para financiar su propia jubilación. Sin embargo, esto podría dar lugar a reacciones conductuales no deseadas, ya que algunas personas podrían dejar de ahorrar o ahorrar menos para la jubilación.

Sin embargo, determinar el motivo del legado resulta complicado y no existe consenso sobre cuál es el motivo predominante. De hecho, los distintos motivos del legado no son mutuamente excluyentes, y las personas pueden tener una combinación de motivos, tanto intencionados como accidentales. Además, los motivos pueden variar de una persona a otra. Por ejemplo, es más probable que los hogares más acomodados tengan la intención de dejar una herencia, ya que disponen de recursos más que suficientes para mantener su nivel de vida durante la jubilación (Kopczuk y Lupton,

2007[13]). Además, los legados pueden considerarse un bien de lujo, en el sentido de que el deseo de dejar un legado aumenta de forma más que proporcional a medida que las personas reciben a su vez legados más cuantiosos (De Nardi y Yang, 2014[14]). Los motivos para legar también pueden variar de un país a otro. El hecho de que muchas personas mayores jubiladas sigan ahorrando o reduciendo su patrimonio más lentamente de lo esperado puede deberse a legados intencionados en Europa, mientras que en Japón y Estados Unidos puede deberse al ahorro preventivo (Yuji Horioka y Ventura, 2022[15]). En Noruega, las donaciones intencionadas pueden representar aproximadamente el 75 % del patrimonio acumulado a los 85 años (Fella, Holm y Pugh, 2024[16]).

Variación del tratamiento fiscal entre individuos

Dado que los motivos de los legados son difíciles de observar en la práctica, el grado de parentesco entre el beneficiario y el afiliado al plan, la edad del afiliado en el momento de su fallecimiento o su situación laboral previa pueden utilizarse como indicadores para ajustar el tratamiento fiscal.

Los reembolsos de los saldos de las cuentas a parientes lejanos y a herederos sin vínculo familiar pueden estar sujetos a una tributación más elevada que los pagos a parientes directos. Los reembolsos a herederos o beneficiarios que no sean el cónyuge ni los hijos del afiliado fallecido pueden percibirse como una ganancia inesperada (Cremer y Pestieau, 2011[17]). Cuando no se trata de mantener a personas a cargo, dichos pagos relacionados con el fallecimiento podrían estar sujetos a una tributación menos favorable. Muchos países de la OCDE utilizan este enfoque en los regímenes del impuesto de sucesiones, aplicando umbrales de exención fiscal más bajos y tipos impositivos más elevados a los herederos lejanos (OCDE, 2021[3]). En Australia y Noruega, los herederos lejanos se enfrentan a un tipo impositivo fijo más elevado sobre las devoluciones de los planes de contribución definida que los cónyuges e hijos (Tabla 5.3). En Estados Unidos, se aplica un impuesto adicional denominado «impuesto sobre las transmisiones que saltan una generación» (generation-skipping transfer tax), que se suma al impuesto de sucesiones en el caso de las transmisiones a generaciones más jóvenes (por ejemplo, a los nietos) o a herederos sin parentesco que sean más de 37,5 años más jóvenes que la persona fallecida. Este impuesto adicional está diseñado para evitar que las personas eludan el impuesto de sucesiones saltándose la siguiente generación y logra el mismo resultado que si la transferencia hubiera sido gravada en cada generación (Gravelle, 2025[18]).

Una alternativa a la mayor tributación de las transferencias a herederos lejanos consiste en imponer mayores restricciones sobre la forma en que los beneficiarios pueden acceder a la cuenta de pensiones heredada. Gravar las transferencias a parientes lejanos con tipos más elevados puede fomentar una mayor concentración de la riqueza entre los familiares más cercanos y dar lugar a la acumulación de riqueza dinástica y a mayores desigualdades patrimoniales (OCDE, 2021[3]). Un enfoque más moderado podría consistir en diferenciar la forma en que los herederos cercanos y lejanos pueden acceder a los reembolsos de los saldos de las cuentas. Por ejemplo, en Estados Unidos, la Ley SECURE de 2019 estableció una distinción entre los beneficiarios designados elegibles (es decir, cónyuges, hijos menores de edad, personas con discapacidad o enfermedades crónicas y beneficiarios que no sean más de 10 años más jóvenes que el titular fallecido) y otros beneficiarios designados para las cuentas de jubilación individuales (IRA). En el caso de los titulares de cuentas IRA que fallezcan a partir de 2020, los beneficiarios designados elegibles pueden retirar dinero de la cuenta heredada en un plazo equivalente a su esperanza de vida en el momento de la herencia, mientras que los demás beneficiarios designados están obligados a vaciar la cuenta en un plazo de tan solo 10 años. Cualquier activo que quede en la cuenta tras 10 años estará sujeto a un impuesto especial del 25 %. Esta distinción se introdujo para reducir el uso de las cuentas IRA como herramienta de transferencia intergeneracional de patrimonio y limitar los aplazamientos fiscales a largo plazo (Myers, 2020[19]).

El tratamiento fiscal de las devoluciones puede variar en función de la edad del afiliado al plan en el momento del fallecimiento, pero esto puede dar lugar a desigualdades. El fallecimiento a una edad más temprana tiende a dar lugar a legados fortuitos, que pueden estar sujetos a tipos impositivos más elevados desde una perspectiva de eficiencia. Sin embargo, algunos países aplican un tratamiento fiscal más favorable a los reembolsos cuando el fallecimiento se produce antes de una determinada edad (por ejemplo, 70 años en el caso de Francia y 75 en el caso del Reino Unido). La justificación de aplicar un tratamiento fiscal más favorable cuando el afiliado fallece antes de una determinada edad podría ser compensar un fallecimiento considerado prematuro. Por el contrario, cuando el fallecimiento se produce después de una determinada edad, podría considerarse que el afiliado ha tenido la oportunidad de utilizar los ahorros para financiar su jubilación, y la fiscalidad tiene por objeto evitar que los afiliados dejen intacto su fondo de pensiones para transmitirlo a sus herederos de forma fiscalmente ventajosa. Sin embargo, esta

distinción genera una desigualdad entre quienes heredan un fondo de pensiones de una persona que fallece justo antes o justo después del umbral de edad (Adam et al., 2022[8]).

Existen consideraciones similares cuando la tributación varía en función de la situación laboral previa del afiliado. Por ejemplo, en Bélgica, el impuesto de sucesiones siempre es aplicable si el afiliado era autónomo, pero no si era un trabajador por cuenta ajena y el beneficiario es el cónyuge o un hijo menor de 21 años. Una posible razón de esta distinción es que los trabajadores por cuenta ajena están afiliados obligatoriamente a un plan de pensiones de empresa una vez que dicho plan es establecido por su empresa o sector, mientras que los autónomos pueden decidir voluntariamente participar en un plan de pensiones personal. Además, los niveles de cotización se negocian entre los interlocutores sociales en los planes de pensiones de empresa, mientras que en los planes de pensiones personales los determina libremente el trabajador. Esto implica que los autónomos son más propensos a utilizar los planes de pensiones como herramienta de planificación fiscal que los asalariados, lo que podría justificar la inclusión de los planes de pensiones de los autónomos en el ámbito de aplicación de un impuesto de sucesiones « ». Sin embargo, dos personas que heredaran la misma cantidad se enfrentarían a impuestos diferentes en función de la situación laboral del afiliado al plan.

5.3.3. Prestaciones por fallecimiento en forma de pago único

Las prestaciones por fallecimiento en forma de pago único ocupan una posición intermedia entre las pensiones de supervivencia y las devoluciones de los saldos restantes de las cuentas. Por un lado, podrían considerarse una forma extrema de pensión de supervivencia, ya que proporcionan un pago único para ayudar a los hogares a hacer frente a la pérdida inmediata de ingresos tras el fallecimiento del afiliado al plan. Por otro lado, dichas prestaciones pueden considerarse una herencia que representa una parte del capital acumulado. El tratamiento fiscal de estos pagos relacionados con el fallecimiento debería reflejar cuál de estos dos aspectos es es más significativo en el contexto de cada país. Por consiguiente, las consideraciones expuestas anteriormente también se aplican aquí.

5.4. Conclusión

La tributación de los pagos relacionados con el fallecimiento procedentes de planes de pensiones respaldados por activos puede influir en que las personas utilicen sus ahorros de jubilación para mejorar sus ingresos durante la jubilación o como una forma de transferencia de patrimonio. Los pagos por fallecimiento son pagos que se abonan a los beneficiarios tras el fallecimiento de los afiliados al plan. Los planes de pensiones respaldados por activos suelen beneficiarse de un tratamiento fiscal favorable en comparación con otros instrumentos de ahorro, con el fin de animar a las personas a ahorrar para financiar su futura jubilación (OCDE, 2018[1]). Sin embargo, la tributación de los pagos por fallecimiento puede socavar parcialmente este objetivo si anima a las personas a utilizar su plan para transmitir patrimonio de una forma fiscalmente ventajosa.

En la mayoría de los países de la OCDE, los pagos por fallecimiento suelen estar sujetos a impuestos para los beneficiarios cuando las prestaciones de jubilación estaban o habrían estado sujetas a impuestos para el afiliado al plan. No obstante, el régimen fiscal aplicable puede variar, y surgen diferencias importantes en función de la forma de pago, el tipo de beneficiario, la situación del afiliado en el momento del fallecimiento y el tipo de plan.

Los pagos por fallecimiento pueden adoptar tres formas: pensiones de supervivencia, indemnizaciones por fallecimiento a tanto alzado y reembolsos de los saldos restantes en las cuentas de los planes de pensiones de aportación definida (DC). Cumplen diferentes finalidades, lo que puede explicar el tratamiento fiscal que se les aplica.

Las pensiones de supervivencia para cónyuges tienen como objetivo principal sustituir los ingresos y estabilizar el consumo tras el fallecimiento de la pareja. En consecuencia, la mayoría de los países equiparan el tratamiento fiscal de las pensiones de supervivencia con el de las prestaciones de jubilación de los afiliados al plan y, cuando se aplica el impuesto sobre la renta de las personas físicas a las prestaciones de jubilación, gravan las pensiones de supervivencia al tipo marginal del beneficiario.

El objetivo de las pensiones de supervivencia para los hijos suele ser proporcionar un apoyo continuado e invertir en el bienestar del menor, más que sustituir los ingresos. Esto puede explicar por qué algunos países aplican un tratamiento fiscal más favorable, que incluye exenciones fiscales o una tributación reducida mediante desgravaciones. Sin embargo, dichas

exenciones pueden implicar que parte de los ahorros para la jubilación quede totalmente exenta de impuestos, cuando el afiliado al plan se benefició de un aplazamiento de la tributación.

El tratamiento fiscal de las devoluciones de los saldos restantes de las cuentas depende de si los países cuentan con un régimen de impuesto de sucesiones y de si los saldos heredados se consideran ingresos del trabajo diferidos o patrimonio financiero. La mayoría de los países de la OCDE cuentan con un impuesto de sucesiones, pero no todos incluyen las devoluciones en el ámbito de aplicación de dicho impuesto. Tratar los reembolsos como renta imponible en el impuesto sobre la renta de las personas físicas parte de la premisa de que el patrimonio de pensiones es una forma de renta del trabajo diferida y mantiene la lógica de la tributación diferida propia de los regímenes «EET». Esto es especialmente cierto cuando los beneficiarios pueden transferir los saldos a sus propias cuentas de pensiones con diferimiento fiscal. Por el contrario, considerar los reembolsos de los saldos de las cuentas como patrimonio financiero heredado puede reflejar mejor su similitud económica con otros legados, y su inclusión en el ámbito de aplicación del impuesto de sucesiones puede reducir los incentivos para conservar los ahorros de jubilación con fines de legado, en lugar de utilizarlos para financiar los ingresos de jubilación. Cuando tanto el impuesto sobre la renta de las personas físicas como el impuesto de sucesiones puedan aplicarse al mismo pago relacionado con el fallecimiento, pueden ser necesarias deducciones para evitar la doble imposición.

Al considerar los reembolsos de los saldos restantes de las cuentas como patrimonio financiero, la fiscalidad sucesoria debería equilibrar los diferentes objetivos políticos y las compensaciones. Desde una perspectiva de eficiencia económica, la fiscalidad sucesoria podría ser elevada en el caso de legados accidentales, ya que es posible que no afecte al comportamiento de ahorro. Gravar los legados intencionados puede abordar las preocupaciones en materia de equidad, preservar el objetivo de ingresos de jubilación de los ahorros de pensiones y desalentar el uso de las pensiones como herramienta de planificación fiscal. Sin embargo, también puede inducir a las personas a ahorrar menos o a retirar demasiado y demasiado pronto de su plan de pensiones, aumentando así el riesgo de agotar sus recursos antes de el fin de sus días.

Lamentablemente, determinar el motivo del legado resulta complicado. Por ello, los países pueden utilizar el grado de parentesco entre el heredero y el afiliado al plan, la edad del afiliado en el momento del fallecimiento o su situación laboral previa como indicadores para ajustar el tratamiento fiscal de las devoluciones. Los cónyuges, las parejas de hecho y los hijos a cargo suelen recibir un trato preferencial en comparación con los herederos más lejanos, lo que refleja tanto los objetivos de protección familiar como el hecho de que las herencias a herederos lejanos pueden percibirse como una ganancia inesperada. Si bien ajustar el tratamiento fiscal en función de la edad o la situación laboral del afiliado puede reducir las oportunidades de planificación fiscal, también podría dar lugar a que los beneficiarios en circunstancias similares sean gravados de forma diferente.

Las prestaciones por fallecimiento a tanto alzado son un tipo híbrido de pagos relacionados con el fallecimiento, con características que las hacen asemejarse tanto a las pensiones de supervivencia como a los reembolsos de saldos de cuenta. Por lo tanto, los responsables políticos deberían armonizar su tratamiento fiscal con el objetivo de la política. Cuando la prestación está vinculada a la dependencia y funciona como protección para los supervivientes, puede estar justificado su gravamen en el marco del impuesto sobre la renta de las personas físicas. Cuando es de pago generalizado y funciona como una transferencia de patrimonio, el impuesto sobre sucesiones puede resultar más adecuado.

El análisis sugiere un conjunto de principios generales para orientar las políticas y garantizar que se disponga del marco adecuado para animar a las personas a destinar su dinero a la jubilación:

1. El tratamiento fiscal general de los ahorros para la jubilación debe ser coherente, especialmente en los sistemas que aplazan la tributación hasta la fase de pago («EET»). La exención de los pagos relacionados con el fallecimiento supone, en esencia, tratar los planes de pensiones respaldados por activos de manera más favorable como instrumento para legados o protección de los supervivientes que como instrumento para la provisión de ingresos de jubilación. Si bien un tratamiento fiscal preferencial para el ahorro para la jubilación fomenta la participación y las aportaciones a los planes de pensiones respaldados por activos (OCDE, 2018[1]), es posible que el tratamiento fiscal en caso de fallecimiento no influya en las decisiones de los ahorradores en la misma medida y, por lo tanto, la exención fiscal de los pagos relacionados con el fallecimiento podría resultar innecesaria.
2. El tratamiento fiscal de los pagos relacionados con el fallecimiento debería ajustarse al objetivo político principal. Proteger a las personas a cargo, preservar la equidad entre contribuyentes y beneficiarios, limitar las oportunidades de planificación fiscal u optimizar los ingresos fiscales darían lugar a tratamientos fiscales diferentes.
3. El tratamiento fiscal de los pagos relacionados con el fallecimiento debería ser coherente con el sistema del impuesto sobre sucesiones, cuando este exista, evitando distorsiones entre los distintos tipos de transferencias patrimoniales. La interacción

entre el impuesto sobre la renta de las personas físicas y el impuesto de sucesiones también debería diseñarse cuidadosamente para evitar la doble imposición o las lagunas.

4. El tratamiento fiscal de los pagos relacionados con el fallecimiento debería tener en cuenta las implicaciones en materia de eficiencia y equidad, analizando los efectos sobre los ahorradores, los beneficiarios y los ingresos fiscales. Debería evitar que las personas ahorren menos para la jubilación y que se trate de forma diferente a los beneficiarios en circunstancias similares.

Referencias

Adam, S. et al. (2022), *«Death and taxes and pensions»*, The Institute for Fiscal Studies, https://ifs.org.uk/sites/default/files/2022-12/Death-and-taxes-and-pensions-Institue-for-Fiscal-Studies.pdf. [8]

Cremer, H. y P. Pestieau (2011), «Wealth and Wealth Transfer Taxation: A Survey», en *The Elgar Guide to Tax Systems*, Edward Elgar Publishing, https://doi.org/10.4337/9780857933898.00012. [17]

de Grip, A., D. Fouarge y R. Montizaan (2019), «Redistribution of Individual Pension Wealth to Survivor Pensions: Evidence from a Stated Preferences Analysis», *IZA Discussion Paper Series* IZA DP n.º 12625, https://docs.iza.org/dp12625.pdf. [5]

De Nardi, M. y F. Yang (2014), «Legados y heterogeneidad en el patrimonio de jubilación», *European Economic Review*, vol. 72, pp. 182-196, https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2014.09.004.

Fella, G., M. Holm y T. Pugh (2024), «Saving after retirement and preferences for residual wealth», *Documento de trabajo del IFS n.*º 24/02, https://ifs.org.uk/sites/default/files/2024-01/WP202402-Saving-after-retirement-and-preferences-for-residual-wealth.pdf. [14]

Gravelle, J. (2025), *«The Generation-Skipping Transfer Tax (GSTT)»*, Servicio de Investigación del Congreso, https://www.congress.gov/crs-product/IF13053. [16]

HM Revenue & Customs (2025), «Inheritance Tax on unused pension funds and death benefits», *Documento de política*, https://www.gov.uk/government/publications/reforming-inheritance-tax-unused-pension-funds-and-death-benefits/inheritance-tax-on-unused-pension-funds-and-death-benefits. [18]

Kopczuk, W. (2013), «Fiscalidad de las transferencias intergeneracionales y la riqueza», en *Handbook of Public Economics, vol. 5*, Elsevier, https://doi.org/10.1016/b978-0-444-53759-1.00006-6. [9]

Kopczuk, W. y J. Lupton (2007), «To Leave or Not to Leave: The Distribution of Bequest Motives», *Review of Economic Studies*, vol. 74/1, pp. 207-235, https://doi.org/10.1111/j.1467-937x.2007.00419.x.

Myers, E. (2020), *«Cuentas de jubilación individuales (IRA) heredadas o "extendidas" y la Ley SECURE»*, Servicio de Investigación del Congreso, https://www.congress.gov/crs-product/IF11328. [12]

OCDE (2025), *Estudio anual sobre los incentivos financieros para el ahorro para la jubilación: Perfiles por países 2025*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/631aa80d-en. [13]

OCDE (2025), *«Pensions at a Glance 2025: Indicadores de la OCDE y del G-20»*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/e40274c1-en. [19]

[2]

[6]

OCDE (2024), *Perspectivas de las pensiones de la OCDE 2024: Mejorar las pensiones respaldadas por activos para lograr mejores resultados en la jubilación y sistemas de pensiones más resilientes*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/51510909-en. [7]

OCDE (2021), *«La fiscalidad de las sucesiones en los países de la OCDE»*, Estudios de política fiscal de la OCDE, n.º 28, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/e2879a7d-en. [3]

OCDE (2018), «¿Siguen siendo necesarias las pensiones de supervivencia?», en *Perspectivas de las pensiones de la OCDE 2018*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/pens_outlook-2018-en. [4]

OCDE (2018), *Incentivos financieros y ahorro para la jubilación*, Ediciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/9789264306929-en. [1]

Oxford Economics (2025), *«Enfoques alternativos para gravar el patrimonio de pensiones no utilizado tras el fallecimiento: un informe para TISA»*, https://www.tisa.uk.com/wp-content/uploads/2025/07/Alternative-Approach-to-Taxing-Unused-Pension-Wealth-at-Death-Report-by-OE.pdf. [10]

Schratzenstaller, M. (2025), «Respuestas conductuales a la fiscalidad de las sucesiones: una revisión de la literatura empírica», *Economic Analysis and Policy*, vol. 85, pp. 238-260, https://doi.org/10.1016/j.eap.2024.11.026. [11]

Yuji Horioka, C. y L. Ventura (2022), «¿Desinvierten su patrimonio las personas mayores jubiladas en Europa? La importancia de los motivos de legado, el ahorro preventivo, las pensiones públicas y la propiedad de la vivienda», *Review of Income and Wealth*, vol. 70/1, pp. 187-212, https://doi.org/10.1111/roiw.12632. [15]

Notas

[1] El análisis abarca todos los países de la OCDE, excepto Corea, así como Bulgaria, Croacia y Rumanía.

[2] En algunos casos, las indemnizaciones a tanto alzado por fallecimiento están sujetas al impuesto sobre la renta como ingresos temporales.

[3] Existen dos tipos de impuestos que gravan las transmisiones patrimoniales tras el fallecimiento de una persona. Los impuestos de sucesiones gravan el patrimonio recibido por los herederos, mientras que los impuestos sobre el patrimonio gravan el patrimonio total transferido por el fallecido. Entre los países de la OCDE que aplican impuestos sobre la transferencia de patrimonio, la mayoría grava los impuestos de sucesiones (OCDE, 2021[3]). En este capítulo, el término «impuesto de sucesiones» se utiliza para referirse a ambos tipos de impuestos.

[4] En Estados Unidos, varios estados aplican impuestos sobre el patrimonio con umbrales de exención inferiores al federal
.

[5] Los afiliados a los planes suelen poder designar a quién desean que reciba las prestaciones por fallecimiento, pero los administradores del plan no están, por lo general, obligados a seguir los deseos del afiliado. Estos se denominan planes «discrecionales». En otros planes, las normas establecen que el afiliado puede elegir quién recibirá las prestaciones por fallecimiento y que los administradores del plan deben seguir las instrucciones del afiliado. Estos se denominan planes «no discrecionales».

Perspectivas de las pensiones de la OCDE para 2026

¿Estamos ahorrando lo suficiente para la jubilación?

Hoy en día, los sistemas de pensiones financiados con activos desempeñan un papel clave a la hora de garantizar la jubilación de las personas. La octava edición de *las Perspectivas de las pensiones de la OCDE* analiza cómo aumentaron los activos de las pensiones en 2025 y su crecimiento a largo plazo desde el año 2000, centrándose
en cómo las cotizaciones, los ingresos por inversiones y los pagos de pensiones influyen en dicho crecimiento. Para evaluar si las personas cotizan lo suficiente para alcanzar sus objetivos de ingresos para la jubilación, el informe examina si es necesario que
ahorrar más de forma voluntaria para complementar sus pensiones obligatorias. Analiza cómo los inversores en pensiones y seguros incorporan los riesgos para la sostenibilidad de sus carteras de inversión con el fin de garantizar la rentabilidad de las mismas. El informe también aborda las ventajas y los posibles inconvenientes del asesoramiento financiero para las decisiones de los particulares sobre sus ingresos de jubilación, en cuanto a cuánto aportar y cómo invertir. Por último, el informe explora cómo la fiscalidad de las pensiones heredadas afecta al uso que hacen los particulares de los planes de pensiones financiados con activos para mejorar sus ingresos de jubilación.

ISBN de la edición impresa: 978-92-64-62938-7
PDF ISBN 978-92-64-96864-6

© OCDE 2026