



# EL FONDO DE RESERVA DE LA SEGURIDAD SOCIAL

JUAN LÓPEZ GANDÍA

*Catedrático de Derecho del Trabajo y de la Seguridad Social*  
Universidad Politécnica de Valencia

## EXTRACTO

**Palabras Clave: Seguridad Social, Fondo de Reserva**

El presente estudio analiza uno de los mecanismos más importantes financieros introducidos por el Pacto de Toledo: el Fondo de Reserva. Su creación corre pareja a la separación de las fuentes de financiación. Se procede a analizar su régimen jurídico, el concepto de excedentes, su funcionamiento y su política de inversiones, en especial tras los cambios que se han producido en el mismo tras la reforma de 2007 derivada del Acuerdo materia de Seguridad Social de 13 de julio de 2006. Las dos novedades más importantes que ha introducido la reforma de 2007, la posibilidad de invertir en renta variable un porcentaje de los recursos del Fondo y la externalización de su gestión a entidades privadas, con la finalidad de obtener mayor rentabilidad, abren inevitablemente una nueva etapa en la que el Fondo va desempeñar también un papel de inversor en los mercados financieros privados, al introducir algunos aspectos relevantes propios del sistema de capitalización privado como es la inversión en renta variable, presentando algunas analogías, aunque también diferencias importantes, con los Planes de pensiones privados.

## ABSTRACT

**Key Words: Social Security, Reserve Fund**

The present study analyses the most relevant financial mechanism described in the Toledo Pact: the Reserve Fund. (The Toledo pact on social security and pension reform). The creation of the Reserve Fund brings us to think about division of the different funding resources. The study analyses the judicial regime, surplus, functioning and investment policy, especially after changes derived from the 2007 reform from the Social Security Agreement from July 13<sup>th</sup> 2006. The two outstanding changes introduced in the 2007 reform are, first, the possibility of investing into equities a percentage of the Funds resources and secondly, its externalization to private entities management. The aim is to obtain more profitability. Allowing a new scenario where the Funds will now operate as investor in the financial private market while introducing some relevant aspects like the private capitalization such as equities, while showing some analogies and differences to the Private Pension Funds.

## ÍNDICE

1. EL FONDO DE RESERVA Y LA SEPARACIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIACION DE LA SEGURIDAD SOCIAL
  - 1.1. El Pacto de Toledo y la separación de las fuentes de financiación
  - 1.2. La separación de las fuentes de financiación y el Fondo de Reserva
2. EL REGIMEN JURÍDICO DEL FONDO DE RESERVA
  - 2.1. La dotación del Fondo de reserva y el concepto de excedente presupuestario
  - 2.2. Inversiones y gestión financiera
  - 2.3. Destino de los activos
  - 2.4. Órganos de gestión y participación
3. BALANCE Y CONCLUSIONES

## 1. EL FONDO DE RESERVA Y LA SEPARACIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIACION DE LA SEGURIDAD SOCIAL

### 1.1. El Pacto de Toledo y la separación de las fuentes de financiación

La evolución de la Seguridad Social se dirige hacia una reforma constante con los objetivos sea de «racionalización o consolidación» sea de «mejora y desarrollo». Desde el Pacto de Toledo, y los Acuerdos posteriores <sup>1</sup> se ha rehuido una reforma absoluta, estructural, de modelo del sistema español de Seguridad Social y se ha optado por una «reforma permanente», por la adopción continua de medidas para la consolidación financiera y presupuestaria de la Seguridad Social. Ni el Pacto de Toledo, ni los Acuerdos posteriores aceptaron el planteamiento «alarmista» y la inviabilidad futura del Sistema público de pensiones, basado en el método del reparto, y rechazaron una visión mínima del sistema público («residual»), que se limitara a garantizar mínimos. No obstante, sí que aceptaron el discurso de la «racionalización» del sistema corrigiendo y reformando algunos desajustes y desequilibrios o aspectos criticables, ya de tipo financiero, o bien de la estructura y funcionamiento del sistema público vigente de Seguridad Social. Así, la necesidad de separar las fuentes de financiación, por cuotas para prestaciones contributivas y por impuestos para prestaciones no contributivas, complementos de mínimos, y revalorización de pensiones, la posibilidad futura de crear reservas y excedentes. También se estableció la necesidad de «destopar» las cotizaciones, la necesidad de racionalizar la financiación de algunos regímenes especiales y mejorar de los mecanismos de recaudación y lucha contra la evasión contributiva y la economía irregular.

Sin embargo, pese a moverse en una lógica de consolidar el sistema, ya había medidas en el Pacto de Toledo en las que ya se proyectó la sombra de una cierta aceptación de los problemas demográficos y del gasto excesivo futuro de la Seguridad Social, a veces no fácilmente separables de las propuestas de racionalización. Así, se observa en la idea o necesidad del retraso de la edad de jubilación, la potenciación de los sistemas privados complementarios, la nueva forma de calcular la pensión de Jubilación como medida de equi-

<sup>1</sup> Véase nuestros trabajos «Las reformas pactadas de la Seguridad Social. Balance de los acuerdos entre los sindicatos y el gobierno sobre protección social» *RDS* núm. 8/1999 y «Las reformas pactadas de Seguridad Social» *RDS* núm. 14/2001.

dad o de reforzamiento del carácter contributivo del sistema y la potenciación del Fondo de Reserva buscando nuevas vías de financiación para periodos difíciles.

Por todas estas razones este proceso no deja de suscitar reservas y recelo en algunos sectores<sup>2</sup> que opinan que las reformas aparecen siempre condicionadas y enmarcadas en un contexto puramente economicista trazado por el planteamiento catastrofista y de cuestionamiento de la viabilidad del sistema público de pensiones, que, si bien no sería sustituido totalmente por los niveles privados, sí, en cambio, vendría corregido a la baja, deslizándose el sistema hacia una Seguridad Social pública de mucha menor protección, en un proceso que se dirigiría hacia tales objetivos de manera sutil y constante, casi silenciosa, pero inexorable, por el imperativo mecanicista de los problemas demográficos de futuro que inciden en los sistemas europeos de Seguridad Social, según las recomendaciones de la OCDE y del FMI. Para otros, además, los problemas de financiación de la Seguridad Social y de viabilidad aparecerían condicionados por el reforzamiento contributivo del sistema desde los pactos de Toledo, bajo el enfoque, defendible en su momento frente a la presunta y artificial «quiebra» de la Seguridad Social, de clarificación de las fuentes de financiación. Es cierto que esa línea podía abrir muchos interrogantes al reforzar una visión y correría el riesgo de acentuar los planteamientos meramente técnicos actuariales, que no se deducen del propio Pacto de Toledo<sup>3</sup>, frente a planteamientos aparentemente más solidarios, pero lo cierto es que los sindicatos acabaron atrapados en un jaula de hierro, se vieron obligados a moverse en un terreno financiero para salvar el sistema público de pensiones aun recortado, que en sí mismo ya vendría a ser la manifestación de solidaridad.

Pese a que las reformas de estos últimos años han despejado el fantasma de la quiebra inminente e inviabilidad financiera de la Seguridad Social y han mejorado los niveles de protección en las pensiones, de manera que la aplicación de las medidas pactadas en 1996 y una coyuntura económica favorable han supuesto que la recaudación mediante cuotas no sólo sea suficiente para asumir el gasto en prestaciones y pensiones, sino que han permitido mejorar las prestaciones y lograr un saldo financiero positivo disponiendo de un elevado excedente anual, sin embargo, no han conseguido ahuyentar las críticas interesadas, siempre latentes, que reaparecen periódicamente, a la viabilidad futura del sistema español de protección social, especialmente sobre el futuro de la pensión de jubilación.

Resultan evidentes y previsibles, por otro lado, las críticas de los sectores «alarmistas» al propio Pacto de Toledo y su desarrollo, esto es, que no abordan de manera seria y profunda los escenarios de la evolución de los factores. Los sectores alarmistas piensan que la profunda y auténtica reforma de la Seguridad Social resulta siempre aplazada, cuando la crisis futura se presenta como algo inevitable e inexorable, por lo que reclaman la necesidad de reducir el gasto de protección social. De ahí que ciertos sectores ya con motivo del Pacto de Toledo propugnaban que la pensión de jubilación debía calcularse de acuerdo con lo cotizado no ya en lo ocho últimos años o los 15, en su caso, sino con lo cotizado en toda

<sup>2</sup> MONEREO PÉREZ, J.L., «La nueva fase del desarrollo del pacto de Toledo: el acuerdo para la mejora y el desarrollo del sistema de protección social» *RL* núm. 24/2001 págs. 11-53.

<sup>3</sup> Que dice que las prestaciones contributivas se financiarán *básicamente* por las cuotas sociales, por tanto no únicamente y así se confirma en el art. 86 de la LGSS.

la vida del trabajador y que la base reguladora debería revisarse cada año en la Ley de Presupuestos, lo que supondría dejar en manos del gobierno cada año la determinación del nivel inicial de las pensiones, así como la revalorización. Y estos planteamientos vuelven a reaparecer en algunos informes<sup>4</sup> que reclaman el retraso en la edad ordinaria de jubilación a los 67 años, la supresión del garantismo de las revalorizaciones según el IPC, y la introducción de sistemas de capitalización mediante planes de pensiones obligatorios con una financiación obligatoria a cargo de los trabajadores de entre un 3 y un 5% de sus salarios.

Así el debate ya no se centra sobre la quiebra inmediata del sistema, que se daba por descontada en 1995 para comienzos del siglo, y que inexplicablemente no tuvo en cuenta el crecimiento demográfico derivado del fenómeno migratorio, sino sobre los problemas demográficos de la pensión de jubilación para el periodo 2025 a 2050, en que se producirá un aumento extraordinario del número de jubilados. En esa perspectiva de recordatorio permanente y preventiva para el futuro se sitúan las medidas incentivadoras del retraso en la edad de jubilación y la propia creación del Fondo de Reserva, que dentro de las reformas que arrancan del Pacto de Toledo es consecuencia de las que se refieren a la financiación del sistema: la separación de las fuentes de financiación, los excedentes y la previsión de reserva para los periodos de dificultades económicas.

La separación de las fuentes de financiación es un objetivo que arranca desde el Pacto de Toledo ante las acusaciones de quiebra del sistema de la Seguridad Social. Ya la LGSS, aplicando lo establecido en el Pacto de Toledo y en el acuerdo gobierno-sindicatos de 1996, dio nueva redacción al art. 86.2 de la LGSS y estableció que la acción protectora de tipo no contributivo o universal se financiará por vía fiscal (aportaciones del Estado en la ley de presupuestos). Las prestaciones contributivas, los gastos derivados de su gestión y del funcionamiento de los servicios, de los actos de encuadramiento y gestión económico-patrimonial, se financiarán básicamente mediante cotizaciones, y de la aportación del Estado para atenciones específicas. Se financiarían mediante impuestos —y a estos efectos tienen carácter universal— las prestaciones y servicios de asistencia sanitaria y los servicios sociales (salvo que deriven de causa profesional). Además, se consideraba que debían financiarse por vía fiscal algunos conceptos cuya naturaleza era discutible, pues venían a mejorar prestaciones contributivas, como los complementos para mínimos de pensión, al tener en cuenta las rentas del beneficiario. La cuestión de la financiación de los complementos por mínimos se abordó ya por el Acuerdo de 2001 (cap. I) y se ha seguido contemplando por el Acuerdo de 2007. Se optó por una asunción paulatina de esta carga por los presupuestos generales del Estado fijando como fecha de finalización el 2012, una vez que se hubiera completado la separación de fuentes (disposición transitoria 14.<sup>a</sup> LGSS). La opción por ese periodo y no por periodos más cortos se explica porque si produjera muy rápidamente la separación de las fuentes de financiación, el superávit del nivel contributivo sería todavía mayor y se podría caer en la tentación de rebajar las cuotas empresariales de

<sup>4</sup> En el de TAGUAS y SAEZ, «La reforma de las pensiones» en la Revista *Panorama Social* de la Fundación de las Cajas de Ahorro. Una crítica de estos planteamientos en NAVARRO, V. *¿Es inviable la seguridad social en España?*, Texto digital reproducido en *Diario Rojo y negro* Digital, [www.rojoynegro.info/2004/spip.php?article18904](http://www.rojoynegro.info/2004/spip.php?article18904) - 43k, lunes 23 de julio de 2007.

la Seguridad Social<sup>5</sup>. El traslado de la financiación a la vía fiscal de los complementos por mínimos podría hacer perder al segmento contributivo aspectos solidarios y redistributivos, pero no al sistema de protección social en su conjunto, pues no dejan de ser prestaciones de la Seguridad Social

La clarificación de las fuentes de financiación sirve para hacer más transparentes los posibles problemas financieros de la seguridad Social derivado de esquemas actuariales y para que quede claro cuál es el esfuerzo de los propios cotizantes (lo que es importante para el debate de la relación activos-pasivos y el sistema de reparto) y cuál el de la política gubernamental en cada momento respecto de prestaciones en las que se aplican los principios de solidaridad y redistribución. De ahí que siempre se haya sostenido que la Seguridad Social de tipo contributivo no debía asumir cargas indebidas a las que debía hacer frente la sociedad en su conjunto. Las diferencias entre prestaciones contributivas y no contributivas asignando a cada una de las mismas sus fuentes de financiación, permite conocer en cada momento la situación de cada uno de los segmentos impidiendo ejercicios de confusión tan corrientes en los primeros años noventa sobre la presunta quiebra de la Seguridad Social. El segmento contributivo nunca estuvo en quiebra ni siquiera en los momentos de recesión económica de los citados años sólo que tuvo que hacerse cargo de los gastos sanitarios al rebajar el Estado su aportación.

La separación de fuentes ha puesto de manifiesto más si cabe la importancia de la lucha contra la economía sumergida y la evasión contributiva, como se viene repitiendo en los Acuerdos sobre Seguridad Social de esta última década. Ha acentuado la perspectiva de que la integración en el sistema de la Seguridad Social de colectivos nuevos no puede realizarse si no es sobre la base de un esfuerzo contributivo y del ingreso de las correspondientes cuotas, aun de manera tardía y para periodos anteriores al encuadramiento o al acceso a ciertas prestaciones. El propio acceso a la cotización se ha convertido en una reivindicación de los colectivos excluidos como algo necesario para ir desarrollando su carrera asegurativa.

La separación de fuentes de financiación, sin embargo, ha venido a crear una cultura que asimila la Seguridad Social con el mecanismo contributivo, a acentuar los perfiles asegurativos del sistema y aceptar el planteamiento técnico propio de sus esquemas actuariales: equilibrio financiero, necesidad de aumentar las cuotas o reducir los gastos o el nivel de cobertura, posibilidad de constituir reservas, relación con los costes empresariales, problemas del mercado de trabajo, etc. y supone implícitamente una apuesta sobre la viabilidad financiera del sistema de Seguridad Social más de tipo técnico que político, lo que puede traducirse en el futuro, al haber ya fondos de reserva para hacer frente a las situaciones coyunturales difíciles, en la dificultad de apelar a planteamientos ideológicos de solidaridad más amplia que pudieran ser asumidos por la sociedad en su conjunto, mediante otras vías de financiación de tipo fiscal, que tengan en cuenta la renta y la verdadera capacidad económica de las empresas y no sólo la mano de obra ocupada, no sólo por mecanismos asegurativos para hacer frente a dificultades de mayor calado.

<sup>5</sup> Así se pone de manifiesto en el documento de la CS de CCOO «Notas de apoyo al debate sobre el Acuerdo para la mejora y el desarrollo del sistema de la Seguridad Social» abril de 2001.

Sin embargo, ya se señaló más arriba que la financiación por cuotas es básica pero no la única fuente. Una cosa es que la Seguridad Social no deba hacerse cargo de prestaciones indebidas, ya universalizadas y teóricamente redistributivas, y otra que el segmento contributivo tenga que renunciar, en su caso, a ser financiado también por vía fiscal, si se considera necesario o conveniente.

La separación de fuentes de financiación ha provocado una crítica en algunos sectores<sup>6</sup> al separar el brazo contributivo del no contributivo, ya que entiende que no es una mera «separación financiera», sino una segregación de la Seguridad Social del brazo no contributivo. Para él es indiferente la procedencia de los recursos (sean cuotas o impuestos) y poco tiene que ver con el equilibrio financiero del sistema y sirve como excusa para introducir un saneamiento en el brazo contributivo mediante recortes en las pensiones. Además, se corre el riesgo de pensar que una vez existe el Fondo no parece que sea coherente que se produzcan transferencias del Estado para hacer frente a déficits de la Seguridad Social. Se quiere inducir a que la sociedad del futuro no pueda políticamente soportar una tasa de solidaridad tan fuerte, haciendo un pronóstico sombrío e inducir a que una parte de la pensión derive del ahorro privado en un fondo de pensiones.

De otra parte al reforzar el mecanismo asegurativo-contributivo la cuestión de las cotizaciones y su reducción siempre exigida por la patronal adquiere un relieve todavía mayor, porque la rebaja de las cotizaciones tiene unos efectos negativos amplísimos para el equilibrio del sistema<sup>7</sup>. Las organizaciones empresariales no firmaron el Acuerdo de racionalización de 1996 porque su obsesión era la reducción de la cotización empresarial. Y esa era la recomendación de algunos estudios catastrofistas sobre el futuro del sistema de la Seguridad Social<sup>8</sup>. De otra parte, si cuando hay excedentes se produce una rebaja de cotizaciones, ello afecta a la posibilidad de proceder a reservas, tal como propugna también el Pacto de Toledo.

## 1.2. La separación de las fuentes de financiación y el Fondo de Reserva

En ese contexto es en el que como correlato de la separación de las fuentes de financiación se deriva el establecimiento de fondos especiales de estabilización y reserva para atender necesidades futuras en materia de prestaciones contributivas, originadas por desviaciones entre ingresos y gastos de la Seguridad Social, se ha configurado como una exigencia institucional para el sistema de la Seguridad Social la creación del Fondo de Reserva. En el Pacto de Toledo de abril de 1995, las recomendaciones 1 y 2 de su apartado IX se ocupan respectivamente de la separación y clarificación de las fuentes de financiación de nuestro sistema de Seguridad Social y de la constitución de reservas en el nivel contributivo del mismo que atenúen los efectos de los ciclos económicos.

<sup>6</sup> ALARCÓN «La reforma del sistema de pensiones en España» en *Temas Laborales* núm. 48/1998.

<sup>7</sup> LÓPEZ GANDÍA, J. «Las reformas legislativas en materia de Seguridad Social» Valencia, ed. Tirant, 2001.

<sup>8</sup> BAREA, CARPIO y DOMINGO «El futuro de las pensiones en España. Comentarios al Pacto de Toledo» *Cuadernos de Información Económica*, núm. 95/1995 pág. 10.

El Pacto de Toledo, en efecto, en su recomendación número 2 decía que *«el sistema contributivo debe presentar un presupuesto equilibrado. El sistema de pensiones precisa de la constitución de reservas que atenúen los efectos de los ciclos económicos. Por ello, en su caso, los excedentes que pudieran existir en los ejercicios presupuestarios de los momentos de bonanza deberían ser utilizados para constituir con títulos públicos adquiridos en mercados oficiales fondos de equilibrio que permitan actuar en momentos bajos del ciclo, sin acudir a incrementos de cotizaciones»*.

Se ha señalado<sup>9</sup> que una institución como el Fondo de reserva es una novedad en el sistema español de Seguridad Social pues no tiene precedentes directos. Sin embargo, un cierto embrión del mismo puede hallarse en el Fondo de estabilización, contemplado por el art. 87.2 de la LGSS y creado por el Real Decreto-Ley de gestión institucional de la Seguridad Social 36/1978. Sin embargo, este Fondo se limita a atender necesidades derivadas de las desviaciones entre ingresos y gastos en el corto plazo. No obstante, si bien prevé la constitución de reservas para atender al cumplimiento inmediato de obligaciones reglamentarias, las que excedan y que forman parte del Fondo serán invertidas de acuerdo con los principios de liquidez, rentabilidad y seguridad (art. 88 de la LGSS). El Fondo se concebía como un mecanismo para atender necesidades contables derivadas de las diferencias entre lo previsto en los presupuestos y los gastos, pero no para futuras necesidades derivadas de los ciclos económicos negativos. Incluso cuando la Seguridad Social tuvo déficits derivados de la asunción de gastos que luego se consideraron impropios, como los de la asistencia sanitaria, el Fondo de estabilización no pudo atenderlos sino que se tuvo que recurrir a préstamos del Estado a la Seguridad Social<sup>10</sup>.

El Acuerdo de Consolidación y Racionalización del Sistema, de 9 de octubre de 1996, recoge las recomendaciones del Pacto de Toledo, y, el Acuerdo para la Mejora y el Desarrollo del Sistema de Protección Social de 9 de abril de 2001, en sus apartados I, II y III reafirma y completa las mismas recomendaciones en orden a la separación de las fuentes de financiación del sistema, de la aplicación de excedentes y de la dotación del Fondo de Reserva.

Dichos pactos determinaron inicialmente la aprobación de la Ley 24/1997, de 15 de julio, de consolidación y racionalización del sistema de Seguridad Social, que, para proteger en lo posible el sistema ante situaciones de dificultad, institucionalizó con esa finalidad el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, a cuyo objeto se dio nueva redacción al apartado 1 del artículo 91 de la LGSS, que establece que *«con cargo a los excedentes de cotizaciones que puedan resultar de la liquidación de los presupuestos de la Seguridad Social de cada ejercicio económico, se dotará el correspondiente Fondo de Reserva con la*

<sup>9</sup> GÓMEZ FERREIRO, F., «El Fondo de Reserva de la Seguridad Social» *RMTAS*, número extraordinario, abril, 2001, pág. 90 y ss. y VILLA DE LA SERNA, J. «Comentarios al Anteproyecto de la Ley reguladora del Fondo de Reserva» *RGDTSS* núm. 2/2003.

<sup>10</sup> Así, los préstamos otorgados a la Seguridad Social derivado del coste de la asistencia sanitaria a que se refiere el RDL 6/1982 de 13 de diciembre, el art. 11.4 de la ley 21/1993 de 29 de diciembre y el art. 12.3. de la ley 14/1994 de 30 de diciembre. Véase todavía la disposición adicional 9.ª de la ley 62/2003 de 30 de diciembre y disposición adicional 45.ª de la ley 30/2005 de 29 de diciembre sobre la cancelación de estos préstamos. En 2007 dados los numerosos excedentes de la Seguridad Social se ha cancelado ya totalmente tal préstamo.

finalidad de atender a las necesidades futuras del sistema. El gobierno a propuesta de los ministerios de trabajo y Asuntos Sociales y de Economía y Hacienda determinará la materialización financiera de dichas reservas», aparte de otras previsiones sobre el carácter extrapresupuestario de las operaciones de adquisición y disposición de sus activos financieros hasta el último día hábil de cada ejercicio económico, plazo en el que se efectuará su definitiva imputación al presupuesto de la Tesorería General de la Seguridad Social.

Por su parte, el Acuerdo de 9 de abril de 2001 tuvo su primer reflejo en la Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria, que previó, en su artículo 17.2, que en el supuesto de que la liquidación presupuestaria se sitúe en una posición de superávit en el sistema de la Seguridad Social, éste se aplicará prioritariamente al Fondo de Reserva de la Seguridad Social con la finalidad de atender las necesidades futuras de dicho sistema.

La creación de un Fondo de Reserva, sin embargo, pese a que se contempló en el Pacto de Toledo y en la ley 24/1997, no se puso en marcha propiamente hasta el Acuerdo sindical de pensiones de octubre de 1999, pese a no haber mención alguna al respecto en las Leyes de Presupuestos 54/1999, cuando el acuerdo cifraba en 100.000 millones su cuantía. Los comentaristas y los sindicatos criticaron en su momento la insuficiencia de esta cuantía, dados los excedentes existentes en estos últimos años y la fase alcista del ciclo económico que había que aprovechar. Pero, como ya señalaba el informe de junio de 2000 de CCOO, el excedente no se podía considerar estable al depender los ingresos del ritmo de crecimiento económico, de la ocupación, de los salarios y de las bases de cotización, por lo que era y sigue siendo necesario dotar al Fondo de un volumen suficiente para proteger el sistema en los momentos más delicados del ciclo económico.

Así pues desde la creación del Fondo de reserva el papel de las cotizaciones se refuerza, no sólo desde la separación de las fuentes de financiación, sino también desde la conveniencia de tener superávits para nutrir el Fondo de reserva. De ahí que se vean con desconfianza la excepción de ciertos conceptos de la base de cotización, como los llevados a cabo por el RD 1890/1999, que vino a modificar el art. 23 del RGCL (RD 2064/1995) que suponen ahorros importantes de cotizaciones para las empresas<sup>11</sup> o la existencia de exoneraciones o bonificaciones en la cotización a la Seguridad Social como medida de política de empleo, si no van acompañadas del correspondiente ingreso de cotizaciones. No obstante, hay que señalar que las propias bonificaciones se acaban imputando al propio contenido de la prestación por desempleo y se financian con los presupuestos del INEM, que a su vez se financia en parte con las cotizaciones de desempleo con lo que una cotizaciones acaban sirviendo para cubrir la falta de otras.

En este sentido adquiere también relevancia la existencia de topes de cotización por grupos profesionales o topes máximos, pues suponen un límite a la recaudación. Ya en el Acuerdo de consolidación y racionalización 1996 y en la ley 24/1997 se contempló el

<sup>11</sup> En primas o cuotas satisfechas en virtud de contratos de seguros para cubrir accidentes de trabajo, enfermedad profesional e incluso seguros médicos del trabajador y sus familiares por enfermedad común. También las mejoras y las aportaciones a los planes de pensiones y sistemas de previsión social complementaria. Sólo por aseguramientos privados las empresas dejan así de ingresar 75.000 millones de pesetas (CCOO, «El sistema...» *op. cit.* pág. 101). Además, ello supone un doble aseguramiento —público y privado— en caso de enfermedad.



«destope» de las bases inferiores a la máxima (art. 3 de la ley), y se estableció con grandes cautelas, esto es, «con la máxima gradualidad y vigilancia que esta medida puede tener sobre la competitividad y el empleo», proceso que se inició con la ley 66/1997 de Presupuestos para 1998 y que finalizó en el año 2002. Sin embargo, la existencia del tope máximo parece difícil de suprimir al no ir acompañado de un supresión del tope máximo de pensiones, que algunos consideran necesario desde planteamientos estrictamente contributivos<sup>12</sup>.

La Ley 24/2001 que modifica el art. 91.1. LGSS procedió a la instrumentación del fondo de reserva. Pero, además, el Fondo adquiere ya realidad pues se constituye en una cuenta a nombre de la TGSS en el Banco de España y se establece que se dictarán normas que regulen los mecanismos de inversión, que se convierte además en un mecanismo de capitalización global, los instrumentos de control, rendición de resultados y supuestos de realización ante situaciones estructurales de déficit financiero en el nivel contributivo.

El Acuerdo de 2001 contempló al respecto una dotación al Fondo, solicitada por los sindicatos de, al menos, una mensualidad ordinaria del total del pago de prestaciones periódicas que realiza la TGSS más el prorrateo de dos pagas extraordinarias, que viene a cifrarse en 8000.000 millones, que el Acuerdo espera que pueda elevarse a un billón, a finales de 2004 «en la medida en que lo permitan las posibilidades financieras». Al amparo de las citadas prescripciones legales, diversos acuerdos del Consejo de Ministros fijaron la dotación del Fondo de Reserva en los ejercicios 2000, 2001 y 2002, hasta superar ya los seis mil millones de euros, adelantando en el tiempo el cumplimiento de las previsiones iniciales al respecto. Y así ha ido ocurriendo en los ejercicios siguientes dado el elevado superávit de la Seguridad Social<sup>13</sup>.

Este importante volumen económico del Fondo de Reserva de la Seguridad Social y de los actos de adquisición y disposición de los valores del fondo hicieron necesario completar las previsiones del artículo 91.1 de la LGSS, estableciendo mediante una ley específica el régimen jurídico del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, la Ley 28/2003, 29 de septiembre. La ley reguló los aspectos de mayor entidad y permanencia, y encomienda, en cambio, a las normas reglamentarias la regulación de los actos de gestión, intervención y control por razones de la operatividad y flexibilidad que impongan las circunstancias de cada momento, de lo que se ocupó el RD 337/2004 de 27 de febrero.

La ley determina el concepto de excedente presupuestario a efectos de la constitución del Fondo de Reserva, así como la finalidad específica del Fondo de Reserva, el órgano que debe acordar su dotación y la materialización financiera de su reserva, y encomienda al desarrollo reglamentario la concreta regulación de su gestión financiera y contable.

Finalmente, la ley se ocupó de regular tanto las situaciones en que procede la disposición de los activos del Fondo de Reserva como el carácter extrapresupuestario de las operaciones de adquisición y disposición de sus activos financieros, como ya lo hacía en este último punto la Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y

<sup>12</sup> COMAS BARCELO, A., *El tope máximo de las pensiones en el sistema de la Seguridad Social: una limitación injusta* Valencia, ed. Tirant, 2006.

<sup>13</sup> El superávit de la Seguridad Social ha sido del 1'8 % del PIB en 2003, 2004, 2005. Para 2006 y 2007 se estima en un 0'7 cada año.

del Orden Social, en su artículo 34.Dos al dar nueva redacción al mencionado artículo 91.1 de la LGSS.

En 2007 debido al crecimiento exponencial de las dotaciones del mismo y la perspectiva de que continúe tal tendencia de incremento en los próximos años<sup>14</sup>, se ha pensado que es el momento oportuno para introducir ciertas modificaciones en la actual regulación del Fondo, aunque se mantienen inalterados otros aspectos. Así, con la finalidad de conseguir mayor grado de eficacia en el cumplimiento de los fines y objetivos atribuidos a aquél, en sintonía, asimismo, con algunas de las recomendaciones y sugerencias formuladas al respecto por el Tribunal de Cuentas y por la Comisión Mixta Congreso-Senado para las relaciones con el Tribunal de Cuentas de 23 de mayo de 2006, en la reforma de 2007 se aborda la modificación requerida y que viene a afectar de modo sustancial a las inversiones del Fondo.

El Tribunal de Cuentas en su Informe de 2005 planteaba la necesidad de reconsiderar las inversiones del Fondo para obtener más rentabilidad, poniendo de manifiesto que el Fondo había estado mal gestionado hasta 2004. En la gestión de los recursos, según el Informe, faltaba más dinamismo, una mayor agilización de los gestores para la reinversión de los activos que vayan venciendo, así como la amortización de títulos y liquidaciones de cupones e intereses. La inversión en renta fija da más seguridad pero su rentabilidad no es muy alta pues deduciendo de la rentabilidad media de 4'47 la inflación del 3'3 la rentabilidad no había alcanzado más que un 1'4 porcentual por año, lo que se considera bajo. De otra parte, al contemplarse la inversión en deuda pública, nacional (55%) y extranjera (45 % de Alemania, Francia y Países Bajos), la irrupción del Fondo en este mercado habría venido además a crear ciertos problemas como la caída de la rentabilidad de la propia deuda ya que el Tesoro ha tenido que subir menos los tipos de interés al tener garantizada la suscripción masiva de deuda por parte del Fondo. De ahí que se haya tenido que pactar que el Fondo no adquiriera más del 7 % del total de la deuda pública.

Estos informes son los que están en la base de la reforma de 2007, aunque formalmente ésta se base en la escueta referencias al Fondo de reserva contenida en el Acuerdo sobre medidas en materia de Seguridad Social de 13 de julio de 2006 que en su apartado V.5 establece que «se estudiará la modificación de la legislación reguladora del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, con la finalidad de obtener una gestión que procure una mayor rentabilidad para sus dotaciones, garantizando la seguridad en las inversiones».

Para conseguir tales objetivos, la ley de 2007 respecto a la política de inversión recurre al establecimiento de criterios de flexibilización, que comporta la capacidad para que la inversión pueda superar en el futuro el límite hasta ahora previsto, determinado por títulos emitidos por personas jurídicas públicas, e invertir en renta variable. A tal efecto, y sin perjuicio del desarrollo reglamentario preciso, se vienen a concretar en el ámbito legal los principios que han de regir la política inversora del Fondo de Reserva, los valores e instrumentos financieros en los que se admite materializar la inversión y el catálogo de límites

<sup>14</sup> Ha alcanzado en julio de 2007 45.046'54 millones de euros, esto es, el 4'61 del PIB, lo suficiente para cubrir la totalidad de ocho meses del pago de pensiones. De ellos 40.972'92 millones de euros son excedentes de las Entidades gestoras de la Seguridad Social, 66'92 de los excedentes de IT por contingencias comunes de las Mutuas y 4.006'70 de rendimientos de los activos.

de los que se podrán hacer uso reglamentariamente para hacer efectiva la diversificación de riesgos. Los criterios de inversión evitarán que el Fondo pueda ejercer una influencia significativa en una entidad, y tendrán en cuenta los principios de responsabilidad social, económica y ambiental. También se contempla la externalización de la gestión de la parte de inversiones efectuadas en renta variable, en los términos que se verán más abajo. El Informe del CES de 31 de mayo de 2007 fue favorable (salvo los votos en contra de los sindicatos CIG y ELA-STV) a esta ampliación de los instrumentos financieros aptos para la inversión.

En lo que se refiere a la composición y competencias de los órganos de gestión, se procede a una reordenación de los existentes con el propósito de marcar de manera nítida la necesaria diferenciación entre los que tienen atribuidas las competencias de decisión y supervisión (funciones de ordenación y control), de aquellos otros encargados básicamente de la ejecución de las políticas aplicables (funciones ejecutivas).

Asimismo, se fortalece y potencia el papel del órgano de participación de los interlocutores sociales, como factor trascendente en la consecución del consenso en las principales directrices de la política de inversión y de gestión del Fondo de Reserva, tal como destacaba el Informe del CES de 31 de mayo de 2007 y la transparencia del Fondo al establecer la obligación de informar a las Cortes Generales no sólo de la composición y evolución del Fondo, sino también de la política de inversiones y de los modelos de gestión aplicados.

## 2. EL REGIMEN JURÍDICO DEL FONDO DE RESERVA

### 2.1. La dotación del Fondo de Reserva y el concepto de excedente presupuestario

El Fondo de reserva se dota con los excedentes de ingresos que financian las prestaciones de carácter contributivo y demás gastos necesarios para su gestión, que, en su caso, resulten de la consignación presupuestaria de cada ejercicio o de la liquidación presupuestaria del mismo.

No obstante, la ley de 2003 —y lo mismo viene a decir la de 2007— deja cierto margen de maniobra, pues se dice que se destinarán tales excedentes «prioritaria y mayoritariamente» a dotar el Fondo de reserva y siempre que las posibilidades económicas y la situación financiera del Sistema de Seguridad Social lo permitan, lo que parece un contrasentido, pues tal situación favorable es la que permite tener excedentes.

Una de las cuestiones que cabía plantear antes de la ley de 2003 es si en la financiación de prestaciones contributivas había que incluir también aquellas en cuya gestión colaboran las Mutuas de Accidentes de Trabajo y Enfermedades Profesionales de la Seguridad Social<sup>15</sup>. Hay que recordar que la normativa de Seguridad Social ya contemplaba la obligación de las Mutuas de constituir reservas (art. 65 del RD 1993/1995 de 7 de diciembre) así como el destino de sus excedentes (art. 66 del RD 1993/1995). Deben constituir reser-

<sup>15</sup> Véase GÓMEZ FERREIRO, *op. cit.* pág. 99

vas para contingencias en tramitación, para obligaciones inmediatas y reservas de estabilización. Cuando las Mutuas asumen también la colaboración en la gestión de la Incapacidad temporal se contemplan en los arts. 73 y 31.2 del RD 1993/1995 reservas específicas (reserva de estabilización incapacidad temporal por contingencias comunes). Cuando esta reserva específica esté cubierta en su cuantía máxima (el 25 % de las cuotas por esta contingencia en el ejercicio económico) los resultados positivos de la gestión de esta prestación pueden nutrir la provisión y reservas del art. 65, si éstas no han podido cubrirse en su cuantía máxima. El excedente que se derive de la gestión de la incapacidad temporal por contingencias comunes tras las citadas operaciones se incorpora al Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

La ley sólo menciona la prestación de Incapacidad temporal por contingencias comunes, cuyos excedentes, determinados de conformidad con las normas reguladoras del mismo, se destinará a dotar el Fondo de Reserva de la Seguridad Social. La cuantía de tal excedente no ha sido muy alta sobre el total de la dotación del Fondo<sup>16</sup>. No se mencionan las derivadas de causas profesionales ni las prestaciones derivadas de Incapacidad permanente y Muerte y Supervivencia, en gran parte constituidas por capitales costes, dado que darían lugar a reservas propias, las del art. 65 del RD 1993/1995, y de ahí la exclusión expresa por el art. 2 de la Ley 28/2003.

Tras la reforma de 2007 no se ha modificado esta regulación y se establece en relación con el exceso de excedentes derivado de la gestión por parte de las Mutuas de accidente de trabajo y enfermedades profesionales de la Seguridad Social se mantiene la regulación actual: sólo se tienen en cuenta los excedentes de la prestación de Incapacidad temporal por contingencias comunes, determinado de conformidad con las normas reguladoras del mismo, que se destinará igualmente a dotar el Fondo de Reserva.

Hay que incluir también las prestaciones por desempleo, no mencionadas expresamente por la ley, pero que son financiadas por cotizaciones y por la aportación estatal. No obstante, el alcance cada vez más amplio de las prestaciones al incluir servicios, formación, reciclaje, rentas de inserción y también las bonificaciones en la cotización de empresarios y trabajadores hace problemático el cálculo de los excedentes, sin que por otra parte se haya mejorado sustancialmente la intensidad cuantitativa ni cualitativa de la protección en estos últimos años, salvo la mejora de algunos colectivos tras la reforma laboral de 2006. En ningún caso cabe, de todos modos la exclusión del desempleo ya que la ley 28/2003 se remite a las prestaciones contributivas, «conforme a la delimitación establecida en el apartado 2.a) del artículo 86 y en la disposición transitoria decimocuarta del Texto Refundido de la Ley General de la Seguridad Social», con exclusión del resultado obtenido por las Mutuas de Accidentes de Trabajo y Enfermedades Profesionales de la Seguridad Social, tal como se vio antes.

El excedente presupuestario por gastos relativos a prestaciones de naturaleza contributiva del Sistema de la Seguridad Social en cada ejercicio económico será el constituido por la diferencia entre los derechos y las obligaciones por los importes reconocidos netos

<sup>16</sup> El acumulado hasta 2007 de estos excedentes alcanza según datos del propio Ministerio de Trabajo 66'92 millones de euros sobre un total de 45.046 de dotación del Fondo.

por operaciones no financieras, correspondientes a las Entidades Gestoras y Tesorería General de la Seguridad Social, corregida con arreglo a criterios de máxima prudencia, en la forma que reglamentariamente se establezca, respetando los principios y normas de contabilidad establecidos en el Plan General de Contabilidad Pública.

El art. 1 del Real Decreto 337/2004, de 27 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 28/2003, de 29 de septiembre, establece en este sentido que para la determinación del excedente presupuestario, se obtendrá en primer lugar el excedente presupuestario total correspondiente a las entidades gestoras y servicios comunes de la Seguridad Social, una vez financiados los créditos ampliables y los extraordinarios y suplementos de crédito a que se refieren los artículos 54 y 57 de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria, y que será el constituido por la diferencia entre los derechos reconocidos netos y las obligaciones reconocidas netas por operaciones no financieras. A estos efectos, dichas magnitudes se determinarán conforme a lo previsto en la normativa para el cálculo del resultado presupuestario.

La diferencia entre los derechos y obligaciones a que se refiere el párrafo anterior será corregida mediante la adición o deducción de los importes correspondientes a los siguientes conceptos:

- a) Se deducirán de los correspondientes derechos y obligaciones, los que se deriven de aquellas prestaciones y conceptos que, de conformidad con lo establecido en la legislación vigente, deban imputarse al área no contributiva de la Seguridad Social o se financien con ingresos específicos.
- b) Se deducirán de los derechos reconocidos aquellos que, correspondiendo a cotizaciones sociales, aportaciones para el sostenimiento de los servicios comunes de la Seguridad Social, capitales coste de pensiones y otras prestaciones, sanciones, recargos de prestaciones, recargos e intereses sobre las cuotas, reintegros de prestaciones indebidamente percibidas y otros derechos anejos distintos a las cuotas de desempleo, formación profesional y Fondo de Garantía Salarial, se encuentren pendientes de cobro en fin de ejercicio.
- c) Se adicionarán a los derechos reconocidos, los cobros realizados en el ejercicio que correspondan a cotizaciones sociales y conceptos anejos de presupuestos cerrados.
- d) Se deducirán de las obligaciones reconocidas las obligaciones anuladas en el ejercicio que correspondan a ejercicios cerrados.

En cuanto a la determinación del excedente a efectos del Fondo de Reserva de la Seguridad Social la nueva regulación de 2007 sigue distinguiendo:

1. En el ámbito de las Entidades gestoras y Servicios comunes de la Seguridad Social:
  - a) El excedente presupuestario a efectos de la dotación del Fondo de Reserva de la Seguridad Social será el correspondiente a las operaciones que financian prestaciones de carácter contributivo y demás gastos para su gestión de las Entidades gestoras y Servicios comunes de la Seguridad Social y, en concreto, en lo referente a las prestaciones contributivas, conforme a la delimitación establecida en el apartado 2.a) del artículo 86 y en la disposición transitoria decimocuarta del texto refundido de la Ley General de la Seguridad Social.

- b) El excedente presupuestario por gastos relativos a prestaciones de naturaleza contributiva de las Entidades gestoras y Servicios comunes de la Seguridad Social en cada ejercicio económico será el constituido por la diferencia entre los derechos y las obligaciones por los importes reconocidos netos por operaciones no financieras, calculada con arreglo a criterios de máxima prudencia, en la forma que reglamentariamente se establezca, respetando los principios y normas de contabilidad establecidos en el Plan General de Contabilidad Pública.
- c) Los ingresos de cualquier naturaleza que haya generado el Fondo de Reserva, los gastos derivados de la gestión del Fondo, así como los ingresos con origen en el exceso de excedentes derivado de la gestión de la prestación de incapacidad temporal por contingencias comunes por parte de las Mutuas de Accidentes de Trabajo y Enfermedades Profesionales de la Seguridad no se computarán a efectos de determinar el excedente presupuestario en el ámbito de las Entidades gestoras y Servicios comunes de la Seguridad Social. Dichos ingresos y gastos conformarán la cuenta de resultados de la gestión del Fondo y serán imputados directamente al mismo.

2. En el ámbito de las Mutuas de Accidentes de Trabajo y Enfermedades Profesionales de la Seguridad Social:

El excedente a que se refiere el párrafo segundo del artículo 1 de la presente Ley se determinará en función del resultado patrimonial de cada ejercicio económico, en su ámbito de actuación, respetando los principios y normas de contabilidad establecidos en el Plan General de Contabilidad Pública.

Según la ley de 2003 y la reforma de 2007, que reproduce la misma regulación, las dotaciones efectivas y materializaciones del fondo de reserva de la Seguridad Social, siempre que las posibilidades económicas y la situación financiera del Sistema lo permitan, serán las acordadas, al menos una vez en cada ejercicio económico, por el Consejo de Ministros, a propuesta conjunta de los Ministros de Trabajo y Asuntos Sociales, de Hacienda y de Economía.

En la reforma de 2007 se introduce una previsión según la cual en el marco del diálogo social, el Gobierno consultará con los interlocutores sociales el destino de la parte del excedente que, en su caso, no vaya a dotar el Fondo de Reserva. Lo lógico sería que en tal caso se destinara a una mejora de las prestaciones, lo que serviría para que la dotación del Fondo de Reserva no sea una excusa para mejorar el nivel de protección existente actualmente sin tener que recurrir a los procedimientos tradicionales de complementos de mínimos y mucho menos cuando aun cubiertas las nuevas dotaciones al Fondo aun queden excedentes. Sin embargo, pese al triunfalismo de lo sindicatos, lo cierto es que en la experiencia del Fondo desde su creación e implementación se han invertido en el mismo el 94'5 % de los excedentes.

## 2.2. Inversiones y gestión financiera

El Fondo no tiene sólo por objeto ser una «hucha» sin más de la Seguridad Social, como se suele afirmar en los medios de comunicación, sino que tiene que producir una

cierta rentabilidad, si se quiere que las dotaciones al menos conserven su poder adquisitivo e incluso lo aumenten. En este sentido la ley dice que forman parte del Fondo «los rendimientos de cualquier naturaleza que generen la cuenta del Fondo de reserva y los activos financieros en que se hayan materializado las dotaciones del fondo de reserva», si bien tras la reforma de 2007 se añade «una vez deducidos los gastos derivados de su gestión».

Veamos cómo se prevén estos aspectos de «gestión financiera» del Fondo. Según el art. 5 de la ley de 2003 los valores en que se materialice el Fondo de Reserva, de acuerdo con lo establecido en el Pacto de Toledo, eran únicamente títulos emitidos por personas jurídicas públicas. Nada más precisa la ley que remite a desarrollo reglamentario su determinación, así como los grados de liquidez de la misma, los supuestos de enajenación de los activos financieros que lo integran y demás actos de gestión financiera del Fondo de Reserva. El reglamento de 2004 procedió a desarrollar algo más este aspecto. Así en su art. 3 se dice que el Fondo de Reserva podrá invertir en títulos emitidos por personas jurídicas públicas nacionales y extranjeras, de calidad crediticia elevada y con un significativo grado de liquidez, es decir, negociados en mercados regulados o sistemas organizados de negociación, así como en otros valores de calidad crediticia elevada emitidos por personas jurídicas públicas en que así se acuerde por el Consejo de Ministros, a propuesta conjunta de los Ministros de Trabajo y Asuntos Sociales, de Hacienda y de Economía. A estos efectos, también tendrán la consideración de materialización los importes mantenidos en efectivo como activo líquido en la cuenta abierta en el Banco de España. El saldo financiero que el último día del ejercicio figure en la cuenta del Banco de España tendrá la consideración de activo fijo de carácter financiero a los efectos contables y presupuestarios que corresponda.

Como ya se ha señalado más arriba, la reforma de 2007 viene a afectar de modo sustancial a las inversiones del Fondo pues se recurre al establecimiento de criterios de flexibilización, que comporta la capacidad para que la inversión pueda superar en el futuro el límite hasta ahora previsto, determinado por títulos emitidos por personas jurídicas públicas e invertir en renta variable. A tal efecto, y sin perjuicio del desarrollo reglamentario preciso, se vienen a concretar en el ámbito legal los principios que han de regir la política inversora del Fondo de Reserva, los valores e instrumentos financieros en los que se admite materializar la inversión y el catálogo de límites de los que se podrán hacer uso reglamentariamente para hacer efectiva la diversificación de riesgos. Los criterios de inversión evitarán que el Fondo pueda ejercer una influencia significativa en una entidad, y tendrán en cuenta los principios de responsabilidad social, económica y ambiental.

El artículo 5 de la nueva ley de 2007 establece una serie de principios de la política de inversión. La política de inversión del Fondo de Reserva se regirá por lo dispuesto en esta Ley y sus disposiciones de desarrollo, así como por lo que determine el Comité de Supervisión y Control del Fondo de Reserva.

El activo del Fondo de Reserva se invertirá de acuerdo con los siguientes principios:

- Seguridad: El nivel de riesgo global del Fondo debe ser bajo, a fin de no comprometer el cumplimiento de sus objetivos.
- Rentabilidad: El rendimiento obtenido por el Fondo debería ser el máximo posible compatible con el nivel de riesgo asumido, de acuerdo con el principio anterior.

- Diversificación de riesgos: Para que la relación entre seguridad y rentabilidad sea óptima, deben incorporarse valores e instrumentos financieros con perfiles de riesgo distinto.
- Adecuación al horizonte temporal del Fondo: La distribución del activo entre distintos valores e instrumentos financieros debe tomar en cuenta el horizonte temporal estimado del Fondo, de manera que los valores e instrumentos financieros con mayor riesgo vayan disminuyendo su peso a medida que se acorta el horizonte temporal.
- Responsabilidad social, económica y ambiental en la selección de inversiones.

Según al artículo 6 sobre los activos aptos para la inversión, el Fondo de Reserva se podrá invertir en los siguientes valores e instrumentos financieros:

- a) Efectivo y depósitos en entidades de crédito.
- b) Valores de renta fija emitidos por entidades públicas o privadas que cuenten con la calificación crediticia mínima otorgada por una agencia de calificación reconocida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores que se establezca reglamentariamente y que estén admitidos a negociación en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación.
- c) Acciones y otros instrumentos financieros que den derecho a la participación en los fondos propios del emisor, admitidos a negociación en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación.
- d) Instrumentos financieros derivados que estén admitidos a negociación en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación o que cumplan los siguientes requisitos:
  - que la contraparte sea una entidad sujeta a supervisión prudencial;
  - que las posiciones en instrumentos financieros derivados estén sujetas a una valoración diaria fiable y puedan liquidarse en cualquier momento a su valor de mercado mediante una operación de signo contrario a iniciativa del Fondo.
- e) Acciones y participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva.
- f) Otros valores e instrumentos financieros que se establezcan reglamentariamente o por el Comité de Supervisión y Control del Fondo de Reserva.

No obstante, con objeto de evitar la exposición excesiva del Fondo a los riesgos de mercado y de tipo de cambio, reglamentariamente según prevé el artículo 7 de la ley y para hacer efectivo el principio de seguridad se establecerán los siguientes límites:

- a) un porcentaje máximo de externalización de la gestión del volumen total del Fondo;
- b) un porcentaje máximo del activo del Fondo invertido en acciones y otros instrumentos que den derecho a la participación en fondos propios del emisor;
- c) un porcentaje máximo del activo del Fondo invertido en valores e instrumentos financieros denominados en monedas distintas del euro;
- d) un porcentaje máximo del activo del Fondo invertido en instrumentos financieros derivados.

Y con objeto de evitar la concentración excesiva de riesgo de crédito y de mercado, así como la posibilidad de que el Fondo pueda ejercer una influencia significativa en una entidad, según el art. 8 de la ley reglamentariamente se podrán establecer límites en los siguientes términos:



- a) un porcentaje máximo del activo del Fondo invertido en acciones y otros instrumentos que den derecho a la participación en fondos propios de un mismo emisor;
- b) un porcentaje máximo del activo del Fondo invertido en valores de renta fija emitidos por una misma entidad privada;
- c) un porcentaje máximo de derechos de voto correspondientes al Fondo respecto al total de derechos de voto de un mismo emisor.

Sin embargo, remite la concreción de dicho límite o porcentaje máximo al desarrollo reglamentario. En cualquier caso el propio Ministro de Economía, como se sabe, ha anunciado que será un pequeño porcentaje, en torno al 10 %.

Las materializaciones, inversiones, reinversiones y demás operaciones de adquisición, disposición y gestión de los activos financieros del Fondo de Reserva de la Seguridad Social correspondientes a cada ejercicio tendrán carácter extrapresupuestario y se imputarán definitivamente, al último día hábil del mismo, al Presupuesto de la Tesorería General de la Seguridad Social, conforme a la situación patrimonial del Fondo de Reserva en dicha fecha, a cuyo efecto serán objeto de adecuación los créditos presupuestarios (art. 9 de la ley).

La posibilidad de que el Fondo invierte en renta variable ha desatado toda clase de críticas favorables y adversas en diversos sectores políticos y sociales. Los argumentos favorables se basan en la necesidad de conseguir mayores niveles de rentabilidad que los alcanzados hasta ahora y en que los riesgos, aun existentes, dada la volatilidad de los mercados y la inseguridad que genera la renta variable, pueden atenuarse exigiendo unos mínimos de rentabilidad a las gestoras que se encarguen de su gestión de manera externalizada (garantizar el IPC más 0'5 ó 0'6 se ha anunciado FIDEL FERRERAS). Y finalmente de que en todo caso se establece un porcentaje bajo (el 10 %) por lo que el riesgo sería perfectamente asumible. Se alega finalmente que es una práctica consolidada en los países de nuestro entorno la inversión de los Fondos en renta variable.

Los sectores opuestos argumentan varias razones, unas dirigidas a la propia inversión en renta variable y otras dirigidas más bien a la propia existencia del Fondo de Reserva. Así, si la finalidad del Fondo es garantizar la cobertura de las pensiones aprovechando los excedentes de las épocas de bonanza económica, la inversión en renta variable puede generar inseguridad en la búsqueda de mayor rentabilidad. En segundo lugar, la garantía de las pensiones futuras o, al menos de una parte, se hace depender de inversiones especulativas y arriesgadas y, además, gestionados por nuevas entidades privadas a las que el Estado encomienda la gestión de tales activos<sup>17</sup>, que obtendrán necesariamente beneficios derivados de la intermediación como comisionistas. Si ya resulta discutible, como se vio más arriba, que tras la idea de la separación de las fuentes de financiación se separe el Estado de la Seguridad Social y que las cotizaciones obligatorias de empresas y trabajadores del sistema público sean las únicas que financiarán en el futuro la Seguridad Social, más criticable resulta que además con tal finalidad se inviertan y se gestionen, sin su consentimiento

<sup>17</sup> De ahí las críticas a estos aspectos (inversión en renta variables, especulación financiera, gestión externalizada) en los sindicatos STES-i Intersindical, Sector crítico de CCOO, Comisiones de base (Co.Bas), ATTAC, entre otras organizaciones.

to, en bolsa en operaciones más o menos arriesgadas, por entidades privadas entrando en el mundo de la especulación financiera. Finalmente, el argumento de que la inversión en renta variable es común en muchos países no es totalmente convincente pues cuando se manejan datos y porcentajes no se distingue si se trata de Fondos de reserva como el español, que no se contemplan más que en los modelos suecos y el alemán, o si se trata más bien de los Planes y Fondos de pensiones privados.

En definitiva, lo que se constata tras esta nueva fase de la vida del Fondo de Reserva es que, una vez creado, inexorablemente tiende a convertirse en un sistema de capitalización sólo que a diferencia de los Fondos de pensiones, tiene un carácter obligatorio y público. Si ya la propia existencia del Fondo de Reserva supone una visión meramente financiera y actuarial de la Seguridad Social, el nuevo sistema de inversiones del Fondo de reserva en renta variable (como ya ocurre con el plan de pensiones de los funcionarios de la Administración general del Estado) añade un paso más hacia la capitalización como forma de abordar una parte de la financiación futura de la Seguridad Social<sup>18</sup> y de modo no muy diferente en cuanto a los instrumentos financieros a los de los Fondos de pensiones privados. En este sentido en los datos estadísticos ya se mencionan las inversiones del Fondo de reserva junto con los planes de pensiones privados a efectos del volumen de capitalización en relación con el PIB (el 12 % sumados ambos conceptos). De ahí la duda de si las cauteles y limitaciones que la nueva regulación contempla para el destino de tales inversiones podrá evitar una lógica puramente especulativa y economicista, en lugar de una lógica más social de las inversiones.

### 2.3. Destino de los activos

Para que el Fondo no pierda de vista sus objetivos —cubrir periodos de déficits— se limita la disposición de los activos financieros en que se haya materializado el Fondo de Reserva de la Seguridad Social. Y así en la ley de 2003 se establecía que la disposición de activos del Fondo de Reserva de la Seguridad Social se destinará con carácter exclusivo a la financiación de las pensiones de carácter contributivo y demás gastos necesarios para su gestión, y sólo será posible en situaciones estructurales de déficit por operaciones no financieras del Sistema de la Seguridad Social, no podrá exceder del tres por ciento anual de la suma de ambos conceptos y precisará de autorización previa del Consejo de Ministros, a propuesta conjunta de los Ministros de Trabajo y Asuntos Sociales, de Hacienda y de Economía.

A estos efectos según el reglamento se entenderá producida la situación estructural de déficit por operaciones no financieras del sistema de Seguridad Social cuando las provisiones de liquidación del excedente presupuestario de las entidades gestoras y servicios comunes de la Seguridad Social a efectos del Fondo de Reserva, más el exceso de excedentes obtenidos en las mutuas de accidentes de trabajo y enfermedades profesionales de la Seguridad Social a iguales efectos, arroje un resultado negativo durante tres semestres consecutivos, constituyendo éstos un ejercicio también negativo.

<sup>18</sup> TORRES LÓPEZ, J., «Hacia la privatización de la seguridad Social» «Dinero público para la especulación financiera» en <http://www.juantorreslopez.com/>

Alternativamente se entenderá producida idéntica situación estructural de déficit si, tras un ejercicio para el que la liquidación presupuestaria a efectos del Fondo de Reserva señalada en el párrafo anterior arrojará un resultado negativo, la previsión de liquidación realizada una vez transcurrido el primer semestre del ejercicio siguiente pusiera de manifiesto un resultado negativo, acumulado para ambos ejercicios, de más del tres por ciento del crédito presupuestario de pensiones de carácter contributivo y demás gastos necesarios para su gestión aprobado para el ejercicio al que corresponde la previsión de liquidación.

La reforma de 2007 de la Ley reguladora del Fondo en cuanto a la disposición de activos del Fondo de Reserva se restringe la capacidad para disponer de tales activos únicamente en relación con las pensiones de carácter contributivo, evitando con ello que su destino pueda derivarse hacia los gastos originados por su gestión; por otro, se flexibiliza la accesibilidad a dichos activos, en tanto se elimina la exigencia de que las situaciones de déficit que posibilitan esa disposición de activos hayan de ser de carácter estructural, si bien que, en todo caso, se condiciona al obligado programa de estabilidad que ha de ser presentado por el Gobierno.

#### 2.4. Órganos de gestión y participación

En la regulación de 2003 se decía claramente que el Fondo se constituirá en la TGSS y que las dotaciones del Fondo de Reserva acordadas en cada ejercicio por el Consejo de Ministros serán materializadas de forma inicial con el ingreso financiero que la Tesorería General de la Seguridad Social efectúe desde la cuenta abierta en el Banco de España hacia la cuenta específica del Fondo de Reserva de la Seguridad Social abierta en el mismo banco (art. 3 del Reglamento). Las adquisiciones de los activos financieros públicos de materialización del Fondo de Reserva se realizarán por la Tesorería General de la Seguridad Social a través del Banco de España, que actuará como agente y banco depositario de aquellos.

Los activos financieros estarán anotados en la cuenta abierta por la Tesorería General de la Seguridad Social en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR) y en cualquier otra que, en su caso, pueda proponer el Comité de Gestión del Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

La reforma de 2007 sólo dice que las materializaciones, inversiones, reinversiones y desinversiones y demás operaciones de adquisición, disposición y gestión de los activos financieros del Fondo de Reserva de la Seguridad Social correspondientes a cada ejercicio tendrán carácter extrapresupuestario y se imputarán definitivamente, al último día hábil del mismo, al presupuesto de la Tesorería General de la Seguridad Social, conforme a la situación patrimonial del Fondo de Reserva en dicha fecha. Los ingresos y gastos derivados de la gestión del Fondo se imputarán al presupuesto de la Tesorería General de la Seguridad Social con arreglo a los criterios generales establecidos al efecto. Las cuestiones contables, como la apertura de una cuenta en el Banco de España tendrán que ser objeto de un nuevo desarrollo reglamentario en la misma línea que el reglamento de 2004.

La gestión del Fondo de Reserva de la Seguridad Social estará sujeta a control interno en los términos previstos en el título VI de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria y sus normas de desarrollo.

Corresponde a la Intervención General de la Seguridad Social la rendición de la cuenta del sistema de la Seguridad Social, para la determinación del excedente presupuestario de las entidades gestoras y servicios comunes de la Seguridad Social, a efectos de la constitución del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, del que se dará conocimiento a los Ministerios de Trabajo y Asuntos Sociales, de Hacienda y de Economía (art. 2 del reglamento). También corresponde a la Intervención General de la Seguridad Social determinar el exceso de excedentes derivado de la gestión por parte de las Mutuas de accidentes de trabajo y enfermedades profesionales de la Seguridad Social de la prestación de incapacidad temporal por contingencias comunes, con indicación de los importes resultantes según las cuentas rendidas.

El Fondo si bien se constituye en la TGSS, sin embargo cuenta con órganos propios de participación y control. Veamos los contemplados por la ley de 2003 para ver luego las reformas introducidas por al reforma de 2007.

Así como órgano de participación se contemplaba el **Comité de Gestión** del Fondo de Reserva de la Seguridad Social (art. 6 de la ley).

Dicho Comité estaba presidido por el Secretario de Estado de la Seguridad Social y se compondrá, además, de un vicepresidente primero, que será el Secretario de Estado de Economía, y de un vicepresidente segundo, que será el Secretario de Estado de Presupuestos y Gastos del Ministerio de Hacienda, así como del Director General de la Tesorería General de la Seguridad Social, del Director General del Tesoro y Política Financiera y del Interventor General de la Seguridad Social. Actuará como Secretario del Comité, sin voz ni voto, el Subdirector General de Ordenación de Pagos y Gestión del Fondo de Reserva de la Tesorería General de la Seguridad Social.

Este Comité tenía las funciones de formular propuestas de ordenación, asesoramiento, selección de valores que han de constituir la cartera del fondo, enajenación de activos financieros que lo integren y demás actuaciones que los mercados financieros aconsejen y el control superior de la gestión del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, así como elaborar el informe a presentar a las Cortes Generales sobre la evolución de dicho fondo.

Junto al Comité se contempla también (art. 7) una **Comisión Asesora de Inversiones** del Fondo de Reserva de la Seguridad Social en orden a la selección de los valores que han de constituir la cartera del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, formulación de propuestas de adquisición de activos y de enajenación de los mismos y demás actuaciones financieras del fondo. Esta Comisión estará presidida por el Secretario de Estado de Economía y estará compuesta, por altos cargos de la Administración.

Finalmente el art. 8 de la ley de 2003 preveía una Comisión de Seguimiento del Fondo de Reserva de la Seguridad Social para conocer su evolución del fondo Es de composición tripartita: altos cargos de la Administración, cuatro representantes de los distintos sindicatos y cuatro representantes de las organizaciones empresariales, en ambos casos, de mayor implantación. En este sentido se cuestionó que el art. 7 del Reglamento de 2004 hubiera hecho una interpretación restrictiva de la participación sindical al limitarla a los dos sindicatos más representativos para cubrir los cuatro puestos mencionados cuando cabía dar participación a os demás sindicatos por lo que el citado artículo fue anulado por las SSTs de 16 y 18 de mayo de 2006 en recursos interpuestos por sindicatos de ámbito nacionalista representativos (Rec.59 y 62/2004).

La Comisión de Seguimiento conoce semestralmente de la evolución y composición del Fondo de Reserva, para lo cual el Comité de Gestión del Fondo de Reserva, la Comisión Asesora de Inversiones del Fondo de Reserva y la Tesorería General de la Seguridad Social facilitarán información sobre tales extremos con carácter previo a las reuniones que mantenga dicha Comisión.

Tras la reforma de 2007 se produce una reordenación y reestructuración de los órganos de gestión con el propósito de marcar de manera nítida la necesaria diferenciación entre los que tienen atribuidas las competencias de decisión y supervisión, de aquellos otros encargados básicamente de la ejecución de las políticas aplicables. Asimismo, se potencia el papel del órgano de participación social, como factor trascendente en la consecución del consenso en las principales directrices de la política de inversión y de gestión del Fondo de Reserva.

En primer lugar, lo que condiciona el papel de los demás órganos es que en la ley de 2007 como importante innovación en el modelo de gestión del Fondo de Reserva, en línea con la experiencia internacional seguida en la gestión de fondos públicos de reserva y conforme demandan las modificaciones adoptadas en esta misma reforma legal en cuanto a política de inversión, dada la necesidad de obtener la máxima eficiencia posible en su gestión, se recurre a habilitar para que la gestión de una parte del activo del Fondo pueda ser contratada, mediante el correspondiente concurso, con terceros que se dediquen a la gestión de activos, externalización que, en todo caso, no podrá suponer actuación alguna que no quede sometida de modo estricto a la política de inversión establecida en cada momento para el Fondo.

Y así el artículo 9 dice que tanto para las funciones de asesoramiento, como para las de ejecución y gestión de valores, se podrá contar con los servicios de expertos externos mediante los correspondientes procedimientos regulados en la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas y normas de desarrollo.

Asimismo, el Fondo de Reserva de la Seguridad Social asumirá los gastos necesarios para su gestión y administración.

En consecuencia la ley de 2007 (art. 10) añade un Comité de Supervisión y Control del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, una vez se plantea la externalización de una parte de la gestión.

Corresponde al Comité de Supervisión y Control del Fondo de Reserva la formulación de las propuestas normativas y, de acuerdo con los límites que reglamentariamente se determinen en desarrollo de los artículos 7 y 8 de esta Ley, la fijación de los criterios de inversión, la distribución en los distintos valores, su peso en el total de la cartera de activos y la calidad crediticia de los mismo. De igual modo, le corresponde el control superior de la gestión del Fondo, así como la elaboración del informe anual a presentar a las Cortes Generales sobre la evolución de dicho Fondo a que se refiere el artículo 15.

Asimismo, para el ejercicio de sus funciones este Comité dispondrá de información exhaustiva sobre la proyección futura de los fondos necesarios para la cobertura financiera de las pensiones de carácter contributivo, a cuyo efecto podrá disponer de la información elaborada por cualquier órgano del sistema de la Seguridad Social.

Dicho Comité estará presidido por el Secretario de Estado de la Seguridad Social y se compondrá, además, de un vicepresidente primero, que será el Secretario de Estado de Eco-

nomía, y de un vicepresidente segundo, que será el Secretario de Estado de Hacienda y Presupuestos, ambos del Ministerio de Economía y Hacienda, así como del Director General de la Tesorería General de la Seguridad Social, del Director General del Tesoro y Política Financiera, del Director General de Ordenación de la Seguridad Social y del Interventor General de la Seguridad Social. Actuará como secretario del Comité, con voz y sin voto, el Subdirector General de Ordenación de Pagos y Gestión del Fondo de Reserva de la Tesorería General de la Seguridad Social.

El Comité de Gestión pasa a denominarse tras la ley de 2007 (artículo 11) Comisión Ejecutiva del Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

Sus funciones son de ejecución y aplicación de la política de inversión y los criterios de inversión acordados por el Comité de Supervisión y Control del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, en orden a la selección de los valores que han de constituir la cartera del Fondo de Reserva, a la adopción de los acuerdos de adquisición de activos y a la propuesta de enajenación de los mismos.

Esta Comisión estará presidida de forma rotatoria, con carácter anual, por el Director General de la Tesorería General de la Seguridad Social y el Director General del Tesoro y Política Financiera y estará compuesta, además, por el Director General de Política Económica; el Director General de Ordenación de la Seguridad Social; el Interventor General de la Seguridad Social; un representante del Banco de España con voz y sin voto; el Subdirector General de Ordenación de Pagos y Gestión del Fondo de Reserva de la Tesorería General de la Seguridad Social, que ejercerá las funciones de secretario de la Comisión, con voz y sin voto.

Se mantiene en el art. 12 la Comisión de Seguimiento del Fondo de Reserva de la Seguridad Social como órgano consultivo y de participación social, y además se fortalecen sus competencias pues se añaden las de informar con carácter previo y preceptivo las normas que se dicten en el desarrollo de la ley, así como los documentos de estrategia que fijan las determinaciones de la política inversora, sus límites, y el diseño del proceso de selección de los gestores, y conocerá puntualmente de la gestión del Fondo y de su seguimiento. Esta ampliación de competencias fue vista muy favorablemente por el Informe del CES de 31 de mayo de 2007.

La Comisión de Seguimiento estará presidida por el Secretario de Estado de la Seguridad Social y se compondrá, además, de tres representantes del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, designados por el Secretario de Estado de la Seguridad Social, y dos representantes del Ministerio de Economía y Hacienda, designados por dicho departamento, seis representantes de las organizaciones sindicales más representativas y seis representantes de las organizaciones empresariales más representativas. Se eleva el número de representantes sindicales de cuatro a seis. Actuará como secretario de la Comisión, con voz y sin voto, el Subdirector General de Ordenación de Pagos y Gestión del Fondo de Reserva de la Tesorería General de la Seguridad Social.

La Comisión de Seguimiento conocerá semestralmente de la evolución y composición del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, a cuyo efecto el Comité de Supervisión y Control, la Comisión Ejecutiva, la Tesorería General de la Seguridad Social y la Intervención General de la Seguridad Social facilitarán la información precisa para ello, con carácter previo a las reuniones que mantenga dicha comisión.

Finalmente, como garantía de un más adecuado control parlamentario se establece la obligación de elevar junto al informe anual ante las Cortes Generales, información complementaria por el Gobierno ante el Parlamento, a efectos de propiciar un conocimiento puntual de la política de inversión que se sigue, al tiempo que se establece, también como novedad, la comparecencia, como mínimo con carácter anual, del Secretario de Estado de la Seguridad Social ante la Comisión de Seguimiento del Pacto.

### 3. BALANCE Y CONCLUSIONES

La separación de fuentes de financiación, uno de los aspectos más importantes introducidos por el Pacto de Toledo, ha venido a crear una cultura que asimila la Seguridad Social con el mecanismo contributivo, a acentuar los perfiles asegurativos del sistema y aceptar el planteamiento técnico propio de sus esquemas actuariales: equilibrio financiero, necesidad de aumentar las cuotas o reducir los gastos o el nivel de cobertura, posibilidad de constituir reservas, lo que supone implícitamente una apuesta sobre la viabilidad financiera del sistema de Seguridad Social más de tipo técnico que político. La creación del Fondo de Reserva es una consecuencia de la separación de las fuentes de financiación, mediante la cual los excedentes de los periodos de bonanza económica se destinan a constituir una previsión de reserva para los periodos de dificultades económicas.

Desde que se implementó a partir de los acuerdos de 1996 y en especial de 1999 y 2001, el Fondo de reserva ha ido adquiriendo un importante volumen económico lo que llevó a establecer una regulación específica mediante la ley 28/2003, 29 de septiembre, que reguló los aspectos de mayor entidad y permanencia, y encomendó a las normas reglamentarias la regulación de los actos de gestión, intervención y control, de lo que se ocupó el RD 337/2004 de 27 de febrero.

Con la finalidad de conseguir mayor grado de eficacia en el cumplimiento de los fines y objetivos atribuidos a aquél, siguiendo las recomendaciones y sugerencias formuladas al respecto por el Tribunal de Cuentas y por la Comisión Mixta Congreso-Senado para las relaciones con el Tribunal de Cuentas de 23 de mayo de 2006, en 2006 se aborda una modificación de la regulación del fondo que viene a afectar de modo sustancial a sus inversiones y gestión financiera. Y así se contempla en el Acuerdo de medidas en materia de Seguridad Social de 13 de julio de 2006.

Para conseguir tales objetivos, la reforma de 2007 respecto a la política de inversión permite que la inversión pueda superar en el futuro el límite hasta ahora previsto, determinado por títulos emitidos por personas jurídicas públicas, e invertir en renta variable un porcentaje determinado. A tal efecto, y sin perjuicio del desarrollo reglamentario preciso, se vienen a concretar en el ámbito legal los principios que han de regir la política inversora del Fondo de Reserva, los valores e instrumentos financieros en los que se admite materializar la inversión y el catálogo de límites de los que se podrán hacer uso reglamentariamente para hacer efectiva la diversificación de riesgos.

La posibilidad de que el Fondo invierte en renta variable ha desatado toda clase de críticas favorables y adversas en diversos sectores políticos, económicos y sociales. Los argumentos favorables se basan en la necesidad de conseguir mayores niveles de rentabili-

dad que los alcanzados hasta ahora. Los sectores opuestos argumentan varias razones, unas dirigidas a la propia inversión en renta variable y otras dirigidas más bien a la propia existencia del Fondo de Reserva. Así, alegan que la inversión en renta variable puede generar inseguridad en la búsqueda de mayor rentabilidad y que la garantía de las pensiones futuras o, al menos, de una parte se hace depender de inversiones especulativas y arriesgadas y, además, gestionados por nuevas entidades privadas a las que el Estado encomienda la gestión de tales activos que, además, obtendrán necesariamente beneficios derivados de la intermediación como comisionistas.

En definitiva, lo que se constata tras esta nueva fase de la vida del Fondo de reserva es que, una vez creado, inexorablemente tiende a convertirse en un sistema de capitalización más intenso. Si ya la propia existencia del Fondo de Reserva supone una visión meramente financiera y actuarial de la Seguridad Social, el nuevo sistema de inversiones del Fondo de reserva en renta variable (como ya ocurre con el plan de pensiones de los funcionarios de la Administración general del Estado) supone un paso más hacia la capitalización como forma de abordar una parte de la financiación futura de la Seguridad Social y de modo no muy diferente en cuanto a los instrumentos financieros que los Fondos de pensiones privados, si bien con algunas diferencias importantes, dado que tiene un carácter obligatorio y público y las limitaciones establecidas en la propia ley. De ahí la duda de si las cautelas y limitaciones que la nueva regulación contempla para el destino de tales inversiones podrá evitar una lógica puramente especulativa y economicista, en lugar de una lógica más social de las inversiones.