

# Los regímenes privados de previsión social en el contexto de la Unión Europea

.....  
JOSÉ CARLOS GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ\*  
JOSÉ RAMÓN PLAZA SALAZAR\*\*  
.....

*Este trabajo analiza la inversión de los fondos de pensiones españoles y de las entidades aseguradoras en el contexto de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM) y especialmente del euro. Se describen las tendencias existentes en las inversiones de los fondos de pensiones y se analizan las prácticas de gestión en otros países de la Unión Europea. Asimismo se estudian las iniciativas que se están llevando a cabo en múltiples foros y organismos internacionales con la doble finalidad de potenciar, por un lado, el desarrollo de los regímenes complementarios de pensiones y, por otro, de avanzar en la liberalización de los movimientos de capitales y en la integración de los mercados financieros. También se lleva a cabo un sintético análisis de las propuestas de la Comisión Europea en esta materia.*

*Palabras clave: fondos de pensiones, planes de pensiones, seguros, planes de ahorro, euro, Unión Europea.*

*Clasificación JEL: E20.*



COLABORACIONES

## 1. Introducción

En todos los foros internacionales y particularmente en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y en el ámbito de la Unión Europea ha venido cobrando un creciente protagonismo el análisis de los sistemas privados de previsión social, esto es, de los regímenes de pensión complementarios de los sistemas públicos de Seguridad Social en cuyo estudio se está profundizando.

De hecho, en estas instituciones se está anali-

zando el papel que los regímenes complementarios (privados) de pensiones pueden desempeñar para contribuir al mantenimiento y fortalecimiento del sistema de bienestar social en sentido amplio. La aproximación que se realiza por estos organismos internacionales se articula en tres niveles o pilares.

El primer pilar se refiere al Sistema de Seguridad Social Público cuya sostenibilidad y reforzamiento constituye, con un consenso generalizado, el objetivo prioritario del conjunto de las autoridades de política económica de los diferentes países.

En el segundo pilar se incluyen los sistemas privados de pensiones generados en el ámbito empresarial y laboral (ocupacional). En este nivel se integra cualquier fórmula, instrumento o régimen de previsión de esta naturaleza: «planes de pensiones de empleo», «seguros colectivos»,

\* Técnico Comercial y Economista del Estado. Subdirector General de Planes y Fondos de Pensiones. Dirección General de Seguros.

\*\* Inspector de Seguros del Estado. Jefe de Área de Seguros Colectivos. Dirección General de Seguros.

Los autores agradecen a Dolores Peña su contribución a este trabajo.

«reservas y provisiones contables o fondos internos», «mutualidades empresariales», etcétera. Este segundo pilar refleja los compromisos que las empresas asumen con los trabajadores y que se instrumentan mediante alguna de las figuras señaladas que incorporan sistemas financieros de capitalización. Estos compromisos generados en el ámbito privado son voluntariamente asumidos por las empresas mediante acuerdos de negociación colectiva. Estos esquemas son siempre complementarios, nunca sustitutivos del sistema público.

El tercer pilar se conforma con las decisiones de ahorro individuales a largo plazo, materializadas, básicamente, en planes de pensiones individuales y seguros también individuales. En este pilar sólo existen aportaciones del individuo, de carácter voluntario, y decididas autónomamente. La renta disponible, la estabilidad en el empleo, la fiscalidad y el funcionamiento de los mercados de capitales, entre otros, son factores que inciden en las decisiones de ahorro adoptadas en este nivel.

En lo que respecta al segundo pilar, de empleo, el crecimiento de los fondos de pensiones en España presenta un gran potencial a corto y medio plazo. La evolución de los activos gestionados por los fondos de pensiones y entidades aseguradoras y la cobertura de los trabajadores mediante planes de pensiones o seguros vendrá determinada en los próximos años por el proceso de instrumentación y exteriorización de los compromisos por pensiones de las empresas. Este proceso implica que las empresas que, mediante acuerdos colectivos, asumen con sus trabajadores compromisos por jubilación, fallecimiento o incapacidad laboral, no podrán financiarlos mediante provisiones contables o fondos internos, sino que necesariamente deberán instrumentar los referidos compromisos en un plan de pensiones de empleo o en un contrato de seguro colectivo sobre la vida.

En el Gráfico 1 se pueden observar los activos existentes en fondos de pensiones en los principales países del sistema económico internacional. Como puede observarse, con la excepción de Estados Unidos, Japón, Suiza, Reino Unido y Holanda, las economías indus-



trializadas presentan unos niveles de ahorro privado en previsión social relativamente reducidos.

Las iniciativas nacionales e internacionales en curso en los distintos países de la OCDE y particularmente en los Estados miembros de la Unión Europea contribuirán a potenciar los sistemas privados de previsión social. Estas iniciativas prestan especial atención a dos conjuntos de medidas.

Un primer grupo de medidas serían aquéllas que inciden en el desarrollo de los sistemas privados de pensiones y que engloban aspectos normativos, prudenciales, fiscales, laborales y de protección del consumidor y del trabajador, ya sean de ámbito nacional o (como se verá más adelante, en el caso de la Unión Europea) con planteamientos comunitarios, con el objeto de promover la coordinación y reconocimiento mutuo entre los diferentes Estados miembros. Las iniciativas de la Comisión de la Unión Europea en este campo se inspiran en la armonización ya existente en algunos sectores financieros, particularmente en el sector seguros y en el de las «empresas de inversión» con el objeto de extender los principios armonizadores también a los regímenes complementarios de pensiones. Dadas las diferencias y disparidad de instrumentos y figuras disponibles en los distintos Estados miembros de la Unión Europea, además de cuestiones competenciales, se ha optado por una



COLABORACIONES

acción comunitaria coordinada en el contexto del Mercado Único y de la libre circulación de capitales y trabajadores, sin intentar, por el momento, la armonización.

El segundo grupo de medidas que son objeto de especial consideración incluye aquellas que se centran en los mercados de capitales y que influyen en la gestión financiera y en la política de inversión de los fondos de pensiones y de las entidades aseguradoras en los mercados financieros internacionales. Desde la perspectiva europea, la gestión e inversión de los fondos de pensiones y de las entidades aseguradoras debe contemplarse a la luz de los efectos que la introducción del euro y de la Unión Económica y Monetaria producen sobre el marco en el que se adoptan las decisiones de inversión y sobre el funcionamiento de los mercados financieros. Así mismo se ha planteado por la Comisión de la Unión Europea cómo extender y garantizar la existencia de un Mercado Único también para el sector de los regímenes complementarios de previsión social como parte integrante del Espacio Financiero Único.

En una economía mundial globalizada, con mercados de capitales fluidos e integrados y sistemas financieros interdependientes sometidos a procesos de innovación, resulta de especial importancia establecer mecanismos que promuevan una asignación eficiente de las inversiones, combinando seguridad y rentabilidad, de acuerdo con las preferencias de los ahorradores y la finalidad de los mismos.

Desde esta perspectiva, la evolución futura de los fondos de pensiones españoles va estrechamente vinculada al desarrollo de las iniciativas comunitarias en lo que concierne a los regímenes privados (complementarios), de pensiones y a la configuración de la Unión Económica y Monetaria, ultimada la introducción del euro, en un contexto internacional más competitivo con mercados de capitales y financieros más abiertos e interdependientes.

Este artículo se centra en los condicionantes económicos y financieros que configuran el nuevo marco en el que se desenvuelven los fondos de pensiones (a través de sus entidades gestoras) y las compañías de seguros, como entida-

des canalizadoras del ahorro a largo plazo instrumentado en los planes de pensiones y en los seguros de vida.

En el apartado 2 se apuntan, sucintamente, las implicaciones que la introducción del euro y la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria tiene sobre los mercados financieros, con especial referencia a sus efectos sobre la gestión de los fondos de pensiones y entidades aseguradoras y sobre los servicios prestados por estas entidades a los ahorradores.

En el apartado 3 se analizan, tomando como base la Memoria Estadística de Planes y Fondos de Pensiones 1998 de la Dirección General de Seguros (en edición) y otras publicaciones sectoriales (INVERCO, ICEA, UNESPA, etcétera) la evolución de la cartera de inversión de los fondos de pensiones y entidades aseguradoras durante el pasado año y las tendencias recientes registradas en la estrategia de inversión de los gestores en un contexto internacional más abierto.

El epígrafe 4 se refiere exclusivamente a las iniciativas que la Comisión y los Estados miembros de la Unión Europea están planteando en relación con el desarrollo y potenciación de los sistemas complementarios de pensiones en el contexto del Mercado Único y de la Unión Económica y Monetaria Europea.

Aunque en España los sistemas privados complementarios de pensiones incluyen tanto a los fondos de pensiones como a los contratos de seguro, este apartado 4 únicamente contempla las iniciativas comunitarias en materia de fondos de pensiones puesto que el sector seguros está armonizado mediante las correspondientes directivas (tercera generación de directivas) cuya transposición a nuestro ordenamiento jurídico se culminó con la entrada en vigor, en enero de 1999, del Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, en desarrollo de la Ley 30/1995.

El artículo termina con unas breves conclusiones sobre los temas tratados.

## 2. La UEM y los mercados financieros

Desde un punto de vista macroeconómico, las condiciones de convergencia exigidas para el



COLABORACIONES

paso a la tercera fase de la UEM y el mantenimiento posterior de las mismas han creado un clima de estabilidad económica sostenida, con la consiguiente disminución de la incertidumbre en la toma de decisiones económicas. Se ha producido una paulatina reducción en los tipos de interés, estableciéndose unas condiciones más favorables a la inversión creadora de empleo y al crecimiento económico. Cabiendo esperar, con un crecimiento económico más sostenido y equilibrado en el tiempo, ciclos expansivos de mayor duración.

Desde el punto de vista de la política económica, la introducción del euro supone una menor autonomía por la pérdida del tipo de cambio como instrumento de ajuste y, por ello, una menor capacidad de reacción a choques externos, sobre todo los asimétricos, es decir, los que no afectan por igual a todos los países. Sin embargo, estos costes serán limitados debido a la elevada integración de las economías participantes —aunque persistirá la posibilidad de los shocks asimétricos, entre otros motivos porque no todos los países miembros tienen la misma intensidad comercial con las mismas zonas no europeas— y por la libre circulación de capitales que impone disciplina en los mercados.

Adicionalmente, se está registrando un aumento de las inversiones directas y en cartera tanto intracomunitarias como internacionales, a consecuencia de la desaparición de las variaciones de la rentabilidad debido al riesgo por las fluctuaciones del tipo de cambio. En general, se registra una mayor participación del euro en las carteras internacionales, cuyo peso relativo va siendo superior a la suma de las participaciones de las monedas a las que sustituye.

Puede decirse que en el nuevo marco europeo, para las empresas, desaparecen las devaluaciones, la inflación será estable y moderada en conjunto, habrá menores tipos de interés, se reducirán las incertidumbres tanto cambiarias como de inflación, habrá mayor transparencia en los mercados, menores costes de transacción, y una simplificación de trámites en las relaciones internacionales.

Las ventajas o beneficios de la moneda única que, desde un punto de vista microeconómico,

se han destacado en el proceso de introducción del euro podrían sintetizarse en los siguientes:

— Disminución de los costes de transacción, en lo cual se estimaba un ahorro de alrededor del 1 por 100 del PIB comunitario.

— Mayor transparencia de precios en el ámbito de la Unión Europea, ya que se podrán comparar directamente los precios de los productos en los distintos países participantes. Ello supondrá en todo caso un incentivo para la competencia que tenderá a presionar los precios a la baja.

— Mayor integración y liquidez de los mercados financieros; desaparece la segmentación creada por las distintas monedas con las positivas consecuencias que ello implica sobre los precios de los activos financieros.

— El euro se convertirá en una de las principales monedas en los mercados internacionales de divisas, lo que reducirá la vulnerabilidad de la zona UEM a las fluctuaciones del tipo de cambio y fortalecerá el poder de negociación de la Unión Europea en los foros internacionales.

La introducción del euro es un proceso dinámico que ya está afectando y aún afectará más a los mercados de valores, a la gestión e inversión de los fondos de pensiones y entidades aseguradoras, y a los subsectores que operan en el conjunto de los mercados financieros y de capitales. Este proceso promoverá un mercado único de títulos en euros. Como se ha comentado, la introducción del euro facilitará la convergencia en los instrumentos, características y prácticas de funcionamiento de los diferentes mercados. La introducción del euro constituye un importante proceso estratégico en las inversiones de los fondos de pensiones cuyo marco de referencia trasciende de la Unión Europea. De hecho, los mercados financieros son interdependientes y están globalizados a escala mundial, más intensamente entre los países de la OCDE, que incluye a Estados Unidos y Japón, y no sólo en el ámbito europeo. A medio plazo la moneda europea se convertirá en la primera divisa internacional compitiendo con el dólar y el yen, aunque éste en menor medida.



COLABORACIONES

El euro permite ampliar y dotar de una mayor profundidad a los mercados financieros y de capitales. El proceso de introducción del euro está a la vez generando nuevas oportunidades de inversión, y una mayor exigencia del ahorrador, esto es de los partícipes de los fondos de pensiones y de los asegurados, en una asignación eficiente, segura y rentable de sus recursos. El euro, además de la ampliación del mercado financiero y de la superación de la distinción entre mercados nacionales y extranjeros, conduce a la homologación de los mercados y sistemas de compensación y liquidación hasta ahora imperante en cada uno de ellos.

La creación de una moneda única, y todo lo que implica el proyecto de Unión Económica y Monetaria, está teniendo un conjunto de implicaciones muy importantes para los mercados financieros. Además de las ya señaladas de la eliminación del riesgo de cambio y el establecimiento de una política monetaria única y centralizada, hay que destacar la puesta en funcionamiento del sistema de pagos y liquidación funcionando en tiempo real (sistema *Target*), y la emisión por los Estados miembros de la deuda pública en euros, junto con la redenominación de la antigua, sin olvidar el paulatino desarrollo de las emisiones de deuda privada en euros.

La convergencia de tipos de interés supondrá que en el corto plazo tenderá a ser único y en el medio y largo plazo dependerá fundamentalmente de la calidad del emisor, de la liquidez y de la situación económica de los Estados, es decir de sus políticas presupuestarias y fiscales.

Esta nueva situación está ya incidiendo, sin duda, en la estrategia de los ahorradores e inversores, tanto en España como en el resto del área del euro e, incluso, fuera de las fronteras de dicha áreas. Pero también está exigiendo una adaptación en muchos aspectos de todos los agentes intermediarios en la canalización del ahorro. En este sentido, los fondos de pensiones y los seguros de vida a largo plazo, como instrumentos de la canalización del ahorro finalista, desempeñarán un papel importante dentro del mercado integrado del euro.

Las entidades gestoras de fondos de pensiones y las entidades aseguradoras, para mante-

nerse en este nuevo entorno, están haciendo frente a los continuos cambios que se están produciendo en todos los ámbitos y que afectan no sólo a la composición de sus carteras y a la administración de las mismas, sino también a su política de comercialización y al asesoramiento y servicios prestados a los partícipes y asegurados.

Estos cambios se derivan de la existencia de un mercado más abierto y, sobre todo, más competitivo, y de la desaparición paulatina de las barreras nacionales hasta ahora existentes. En efecto, las mayores exigencias de los ahorradores y la propia dinámica de un mercado más abierto a la competencia están diluyendo las barreras hasta ahora existentes, derivadas, unas, de los hábitos de los inversores potenciados por las redes de distribución existentes y otras, de regulaciones jurídicas, prácticas administrativas y diferencias en el tratamiento fiscal e incluso, de determinadas políticas de ahorro nacionales que potencian unos instrumentos frente a otros.

Todo ello exige a las gestoras de fondos de pensiones y a las entidades aseguradoras adaptar su estrategia de comercialización en el nuevo entorno competitivo propiciando movimientos tendentes a la fusión de gestoras y entidades aseguradoras y a alianzas estratégicas. Los gestores y las entidades aseguradoras deberán ser capaces de adecuar y ajustar sus ofertas si quieren mantenerse y actuar en un mercado más transparente y con una mayor competencia.

Las entidades gestoras de fondos de pensiones y entidades aseguradoras deben potenciar el área de previsión e información ofreciendo servicios integrados y un asesoramiento personalizado y a medida de las preferencias individuales de los ahorradores. Responder a este contexto exige una mayor profesionalización y formación de los gestores, así como una mayor eficacia en la organización interna y en la gestión de las inversiones, con una dotación de recursos humanos y tecnológicos adecuada. También cabe recordar la contribución de estas entidades a la concienciación de la sociedad sobre la importancia del ahorro personal a largo plazo para prevenir determinadas contingencias y mantener en el



COLABORACIONES

futuro el nivel y calidad de vida alcanzado, de manera siempre complementaria al sistema de Seguridad Social.

En relación con los mercados financieros, la introducción del euro coadyuvará a ampliar y dotar de una mayor profundidad a los mercados de capitales a la vez que se generan nuevas oportunidades de inversión. Los elementos que conforman la evolución de las inversiones de los fondos de pensiones y de las entidades aseguradoras estarían integrados por las siguientes tendencias:

— Nuevos horizontes para la gestión financiera y una mayor exigencia de los ahorradores en la asignación eficiente y rentable de sus recursos.

— Nuevos procesos de innovación financiera y desregulación que intensificará las tendencias a la desintermediación. Se está produciendo una creciente demanda de mecanismos y fórmulas que ofrezcan una adecuada combinación de seguridad y rentabilidad para el ahorro con una gestión independiente. De hecho, la introducción del euro está suponiendo una transformación en la valoración de las inversiones, perdiendo importancia la nacionalidad del emisor, como hasta ahora se venía considerando, ya que el riesgo de cambio era una variable con un peso relativo significativo. Con el euro, la calidad del emisor y su riesgo crediticio están adquiriendo una gran importancia a la hora de asignar inversiones. Además, se está favoreciendo la incorporación de la empresa privada a los mercados de renta fija y un aumento generalizado de las empresas cotizadas en los mercados de valores lo que implica nuevas oportunidades de inversión.

— Aparición y desarrollo de nuevos instrumentos y oportunidades de inversión (Titulización, *Strips* de Deuda Pública, Capital-Riesgo, Derivados para cobertura de riesgo, Fondos de Titulización y entidades gestoras de los mismos, alargamiento de los plazos, depósitos estructurados, etcétera). En este sentido, cabe resaltar el esfuerzo normativo realizado recientemente para desarrollar estos instrumentos y ofrecer nuevas oportunidades a nuestros mercados financieros.

— Gestión cada vez más profesionalizada e internacionalizada mediante nuevas técnicas de gestión e inversión: inmunización de carteras, gestión de activos y pasivos (*Asset-Liabilities Management*), gestión dinámica de las inversiones; se asistirá a una modificación de los *benchmarks* actuales y a una redefinición de los criterios de diversificación entre activos.

En definitiva, la gestión especializada de los fondos de pensiones y de las entidades aseguradoras se hace cada vez más necesaria en el contexto de introducción del euro que se caracterizará por una mayor estabilidad macroeconómica, desarrollo e innovación de los mercados financieros y de capitales domésticos, y una mayor interdependencia y movilidad internacional de las inversiones.

### 3. La estrategia de inversión de los fondos de pensiones y de las entidades aseguradoras

La política de inversiones de las entidades gestoras de fondos de pensiones y de las entidades aseguradoras ha propiciado, en los dos últimos años, una reorientación de la estrategia de inversiones hacia una mayor diversificación, incorporando una mayor presencia relativa de las inversiones en renta variable y concentrándose éstas en activos y valores más solventes por la calidad del emisor. Asimismo, se ha asistido a una mayor internacionalización de las inversiones y a una gestión de la tesorería más eficaz.

#### *Fondos de pensiones*

El análisis de la gestión financiera y de las tendencias de las inversiones de los fondos de pensiones se puede realizar en función del activo total o, con un mayor grado de desagregación, mediante el análisis de la estructura y características de los activos financieros y de la tesorería. Ambas referencias permiten un estudio más completo ya que precisamente es sobre las inversiones financieras y de tesorería sobre las que el fondo tiene una mayor capacidad de gestión por constituir la parte del activo del fondo susceptible de inversión directa por la entidad gestora.



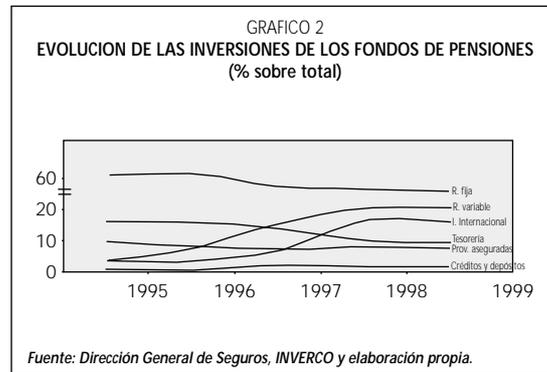
COLABORACIONES

A lo largo de los últimos años las inversiones financieras y en tesorería, en relación con la distribución de las inversiones, se ha posicionado, como no podía ser de otra manera, como la principal partida del conjunto del activo, representando actualmente más del 90 por 100 del total. El resto de las partidas presentan una cierta estabilidad, aunque reducen gradualmente su participación relativa según el ejercicio: las provisiones en poder de entidades aseguradoras se sitúan en el 8 por 100 y el resto de las partidas: créditos y depósitos, inversiones materiales o inmuebles, fondos constituidos y otros activos, no superan el 2 por 100 del total del activo de los fondos de pensiones.

En efecto, la estructura de las inversiones de los fondos de pensiones españoles pone de manifiesto el crecimiento de las inversiones financieras y una mayor diversificación de éstas entre renta fija y variable. La renta variable representa casi el 30 por 100 del total del activo en muchos fondos de pensiones, destacando también una creciente, aunque gradual, proyección hacia valores internacionales que acumulan ya casi el 20 por 100 del total de las inversiones financieras y tesorería de los fondos de pensiones.

El nivel de activos líquidos (tesorería e instrumentos del mercado monetario) es muy superior al 1 por 100 mínimo de liquidez que exige la legislación de Planes y Fondos de Pensiones. No obstante, hay que tener en cuenta que el importante volumen de tesorería que se detecta en los datos a final de ejercicio puede ser debido a que los partícipes concentran sus aportaciones en los últimos días del año, lo que distorsiona esta cifra que debería ser desestacionalizada. Según datos del sector, la posición de tesorería representaría el 8 por 100 de la cartera. Cabe recordar que se está produciendo un desplazamiento de la tesorería hacia inversiones financieras con mayor agilidad, antes de cerrar el año, lo que podría indicar una mayor preocupación por maximizar, con carácter inmediato, la rentabilidad de las aportaciones a planes de pensiones.

En el Gráfico 2 se puede apreciar la transformación llevada a cabo en la estructura de las inversiones de los fondos de pensiones desde 1995 hasta la actualidad.



Durante 1998 los Planes y Fondos de Pensiones han experimentado un importante crecimiento, aunque sin la intensidad y el dinamismo que se hubiese registrado de haberse puesto en marcha la exteriorización de los compromisos por pensiones de las empresas prevista en las disposiciones transitorias decimocuarta, decimoquinta y decimosexta de la Ley 30/1995 de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados.

El patrimonio de los fondos de pensiones se situó, a finales del pasado año (1998), en los 4,6 billones de pesetas (27.650 millones de euros), con un crecimiento del 25 por 100, y casi 3.450.000 partícipes. Al sistema individual (y asociado) corresponde casi el 90 por 100 de los partícipes y el 60 por 100 del patrimonio. Al sistema de empleo corresponde el 10 por 100 de los partícipes, unos 340.000 trabajadores, y el 40 por 100 del patrimonio, 1,8 billones de pesetas aproximadamente.

El rasgo más característico de la evolución reciente del sector lo constituye, sin lugar a dudas, el nuevo contexto económico y financiero en el que se desenvuelve la política de inversiones de los fondos de pensiones.

La estabilidad de precios y la reducción de los tipos de interés han impulsado una mayor presencia de las inversiones en renta variable. Si en 1996 éstas representaban el 7,4 por 100 del total del activo de los fondos de pensiones, a finales de 1997 se duplicaba llegando a representar casi el 17 por 100 y, a finales de 1998, alcanzaba casi el 20,5 por 100 del total del activo. La importancia de esta tendencia se enfatiza si se analiza en relación con las inversiones financieras además de las de tesorería. En este



COLABORACIONES

caso las inversiones en renta variable llegarían a alcanzar el 25 por 100 del total de este tipo de inversiones.

Del total de los activos invertidos en renta variable el 65 por 100 correspondería a valores nacionales, en su gran mayoría en valores representativos del IBEX, y el resto, el 35 por 100 a valores negociados en mercados no residentes. La inversión en participaciones en fondos de inversión es reducida en su conjunto siendo relativamente más significativa la presencia de fondos de inversión extranjeros ya que esta vía se utiliza para canalizar las inversiones en el exterior. Podría analizarse en qué medida la inversión en renta variable nacional parece ser sustitutiva de la inversión en renta fija privada aunque aún no existen suficientes elementos par confirmar esta apreciación.

Las previsiones para 1999 en relación con estas tendencias apuntan a una consolidación del peso relativo de la renta variable, en los niveles actuales. Por otra parte, la distribución de las inversiones entre renta fija y variable habría empezado a estabilizarse en los niveles actuales reorientándose la estrategia hacia una mayor diversificación por valores y emisores distinguiendo entre dentro de la zona euro, dólar, europeos fuera de la zona euro y otros emisores.

Una segunda característica de la política de inversiones de los fondos de pensiones es su paulatina internacionalización. Si en 1996 las inversiones en mercados exteriores apenas representaba el 5 por 100 del total del activo, actualmente, el conjunto de las inversiones en el exterior sobrepasa los 750.000 millones de pesetas (4.507,59 millones de euros) lo que representa el 16,5 por 100 del cómputo global de las inversiones. El conjunto de las inversiones extranjeras se reparten casi al 50 por 100 entre renta fija y renta variable, aunque la presencia de la primera es ligeramente superior. En renta fija, los valores extranjeros representan el 15 por 100 del total de la renta fija en 1998. El peso relativo de los valores extranjeros en la renta variable es mayor pues de registrar una participación, a finales de 1996, de un 11,6 por 100 sobre el conjunto de la renta variable, cre-

cieron hasta llegar a representar casi un 20,5 por 100 del total de la renta variable a finales de 1997 y el 35 por 100 en 1988; más de un tercio de la misma se canalizaba, como se ha comentado, a través de participaciones en fondos de inversión extranjeros.

En lo que respecta a la internacionalización de los fondos de pensiones, la tendencia se consolidará a medio plazo por varias razones interrelacionadas entre las que destacaría la propia globalización de la economía y de las empresas españolas, y el proceso de introducción del euro y de profundización en la Unión Económica y Monetaria Europea, como se ha analizado en el apartado anterior.

En definitiva, la evolución de los Planes y la gestión e inversión de los Fondos de Pensiones en España converge hacia las tendencias existentes en otros países de nuestro entorno y, particularmente, en los países de la Unión Europea que, como el Reino Unido y Holanda, tienen una mayor tradición en estos instrumentos de previsión.

#### *Las entidades aseguradoras*

En cuanto a las inversiones de las entidades aseguradoras de vida hay que retomar lo señalado anteriormente respecto de los efectos que el nuevo entorno europeo está teniendo sobre las mismas. En el análisis de la gestión e inversión de los seguros de vida desarrollada y realizada por las entidades aseguradoras, es conveniente tener en cuenta las diferentes características que confluyen en los seguros individuales (tercer pilar) y en los seguros colectivos que instrumentan compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios (segundo pilar).

Del total de las provisiones matemáticas estimadas para 1998 correspondientes al seguro de vida, 8,6 billones de pesetas, casi el 70 por 100 (5,9 billones de pesetas) corresponde a seguros individuales, mientras que los seguros colectivos contratados por las empresas para instrumentar sus compromisos por pensiones ascendían a unos 3 billones de pesetas, que darán cobertura aproximadamente a unos 550.000 trabajadores.



COLABORACIONES

Las modalidades y características de los contratos de seguro individuales son muy variadas, aunque paulatinamente la tendencia marca un predominio de dos de ellas: aquellos contratos en los que la entidad aseguradora garantiza un tipo de interés o una rentabilidad determinada, y aquellos en los que el riesgo de la inversión es asumido por el tomador del contrato, no por la entidad aseguradora, también conocidos como «unit-linked» (en los que el valor de las inversiones se suele vincular al valor de mercado de una determinada unidad de cuenta prefijada en el contrato, unidad de cuenta que frecuentemente consiste en participaciones en uno o varios fondos de inversión).

Los seguros colectivos de las empresas también presentan diferentes modalidades. Generalmente los compromisos por pensiones con el personal pasivo se instrumentan mediante contratos de seguros que garantizan una prestación definida predeterminada, ya sea en forma de renta temporal o vitalicia. Con los trabajadores en activo la variedad es mayor y similar a las posibilidades ofrecidas por los planes de empleo, dependiendo de la naturaleza del compromiso asumido por la empresa.

En definitiva, la gestión e inversión de las entidades aseguradoras se condiciona a las características contractuales asumidas en el seguro: garantía de interés mínimo, aseguramiento de rentas vitalicias, cobertura de riesgo, etcétera.

De hecho, la existencia de un interés garantizado a medio o largo plazo ha llevado a las entidades aseguradoras a ser tradicionalmente gestores de carteras de tipo «pasivo». Como muestra de ello basta analizar el intenso incremento que a lo largo de los últimos años ha tenido la contratación de primas únicas con tipo de interés predefinido y garantizado por estar sustentado con un cuadro de flujos de entrada-salida de activos-pasivos (las operaciones conocidas por la técnica del «cash-flow matching»). Estas operaciones se han ido paulatinamente especializando, desde la gestión de los títulos de renta fija llevada a cabo por la propia entidad, hasta la actual contratación de productos estructurados y diseñados a medida

(contando con *SWAPs* y cubriendo riesgos con derivados), pasando por la figura de los Eurodepósitos.

Es previsible que todas estas figuras se mantengan y se sigan perfeccionando en aras de la mejora y profesionalización de los servicios ofrecidos por los gestores y aseguradores. Pero, desde el punto de vista coyuntural, hay que destacar dos efectos que harán que la tendencia futura de las inversiones se decante en una medida creciente hacia la renta variable. Por un lado, en un contexto de tipos de interés reducidos se hace más difícil la oferta —a precios competitivos— de primas con diseños de gestión de carteras de tipo pasivo. Por otro lado, la reciente regulación sobre los métodos aplicables para poder garantizar tipos de interés superiores al máximo de cada momento, junto con el desarrollo de los productos «unit-linked» abocan a que las nuevas primas encajadas por las compañías se dirijan hacia esquemas dinámicos de gestión de las inversiones, en los que tiene un peso mayor la renta variable, con muy distintos modelos aplicables.

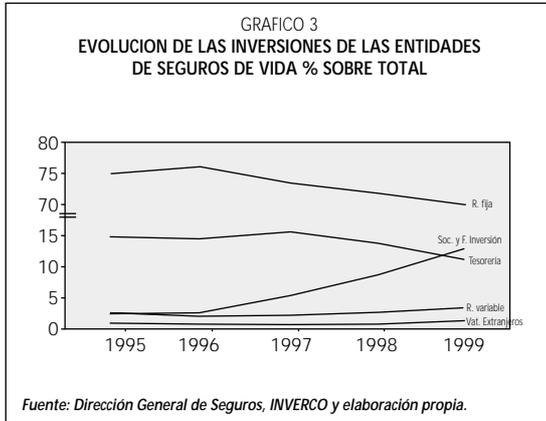
Centrándonos en el estudio concreto de la estructura actual de las carteras de las entidades de Vida, se puede destacar en primer lugar, y según lo señalado anteriormente, que el 70 por 100 del total de las inversiones se encuentra materializado en renta fija. Dentro de éstos, la Deuda Pública del Estado sigue concentrando la mayor parte de las inversiones de las entidades. La disminución de la rentabilidad de estas emisiones está provocando una paulatina retirada de este tipo de activos. De hecho, de todos los activos en los que se desglosa la partida de renta fija, los epígrafes de deuda pública disminuyen en importancia, mientras que crece el peso relativo de la deuda privada, la deuda extranjera y los depósitos y bonos bancarios, donde se incluyen los Eurodepósitos a largo plazo.

Aunque la renta variable, sin contar los fondos de inversión, aumenta su peso relativo, en cualquier caso sigue manteniéndose discretamente sin contar con importantes volúmenes. De hecho no representa ni el 5 por 100 del total de inversiones.

Por otro lado, el incremento más destacable lo muestran las inversiones en participaciones de



COLABORACIONES



Sociedades y Fondos de Inversión. Su peso relativo respecto del total de las inversiones pasa de representar un 5,5 por 100 en 1997 a un 8,8 por 100 en 1998. Este incremento no sólo se debe a la materialización de las provisiones de los «unit-linked», sino también al efecto que tiene el trasvase de parte de la tesorería de estas entidades hacia FIAMMs y productos similares.

Conectando con esta última partida, la tesorería y los depósitos y otros activos monetarios se redujeron desde un 16,5 por 100 del total de las inversiones hasta un 13,9 por 100. La cifra mantenida en cajas y bancos aumenta ligeramente, pero los movimientos intensos se encuentran en la disminución de la cifra de «Repos» (por la bajada de rentabilidad que sufrieron), así como el aumento de contratación de depósitos bancarios y Eurodepósitos. Todo ello, como se ha señalado, se ha debido a la bajada de rentabilidad de otros productos, reduciéndose el coste de oportunidad de dirigirse hacia otros instrumentos que anteriormente no se mostraban tan atractivos.

Por último se ha de hacer una breve referencia a los inmuebles, que se mantienen en su representación respecto del total de las inversiones, en el 2,6 por 100. Cabe destacar el cambio que se ha producido en la forma de gestión de los mismos; así, los inmuebles destinados a uso propio pasan a representar el 0,7 por 100 del total, desde un peso previo en 1997 del 1,2. Por el contrario, los inmuebles destinados a alquiler aumentan su peso relativo en esas mismas cinco décimas, pasando del 1,4 por 100 en 1997 a un 1,9 en 1998.

Para finalizar este breve análisis de la com-

posición de la cartera de las entidades aseguradoras, es interesante observar la aplicación del nuevo encaje de primas llevado a cabo durante 1998. Así, las nuevas inversiones de estas entidades durante 1998 se han decantado indiscutiblemente hacia los fondos de inversión, destinando a este instrumento el 32 por 100 de las nuevas inversiones. La renta fija por su parte se lleva el 55 por 100 de las nuevas inversiones, lo cual implica que su peso relativo sigue disminuyendo. La Renta Variable recoge el 11,3 por 100 de la nueva contratación, lo cual es representativo del despegue de la inversión creciente en este tipo de activos. Por su lado, tanto la tesorería y activos a corto plazo como los inmuebles presentan una disminución significativa, lo que refleja un proceso ya anunciado de desinversión en los mismos y representativo de una gestión cada vez más dinámica.

Como consecuencia de todo lo señalado anteriormente, es lógico advertir que los efectos de la introducción del euro se notarán con mayor gradualidad en las entidades aseguradoras, puesto que la tradicional gestión pasiva de sus carteras, junto con la elevada duración de las mismas, hace que el cambio de peso relativo de unos activos y otros se vaya superponiendo en el tiempo, a medida que van venciendo. Por el contrario, la dinámica y activa gestión de los fondos de pensiones hace que sea muy ágil la realización de activos de renta fija y su conversión a títulos de renta variable, y en general el cambio de estrategia inversora.

### *La liberalización internacional de los servicios financieros y de las inversiones*

Aunque en la actualidad nuestra referencia más inmediata se concentra en el ámbito de la Unión Europea, como se ha analizado en los apartados anteriores, no se puede perder de vista otros avances que, a medio plazo, constituyen el marco de referencia global para una gestión integrada y universal de las inversiones de los fondos de pensiones y de las entidades gestoras. No se puede permanecer al margen de los avances que se producen en el seno de las Organizaciones Internacionales, como, por ejemplo, la OMC (Organización Mundial de Comercio) o la



COLABORACIONES

OCDE. Estas organizaciones marcan la pauta del avance de la liberalización en relación con los servicios financieros, los movimientos de capital y la liberalización de las inversiones directas y en cartera. Los acuerdos y negociaciones multilaterales inciden, en mayor o menor medida, en el desenvolvimiento internacional de nuestro sector financiero. Esta influencia será cada vez mayor en un futuro.

Generalmente, los avances multilaterales en la liberalización de las inversiones y apertura de los mercados nacionales se llevan a cabo de forma escalonada, liberalizándose, en primer lugar, la inversión en cartera; en segundo lugar, la inversión directa; y, en tercer lugar, las inversiones relacionadas con la previsión, que requieren controles cautelares, como pueden ser los seguros y los fondos de pensiones.

El Acuerdo General sobre Comercio de Servicios (GATS) alcanzado al finalizar la Ronda Uruguay del GATT, en diciembre de 1993, por la que se constituyó la Organización Mundial de Comercio (OMC) prevé extender el tratamiento de nación más favorecida a cualquier medida que afecte al comercio o prestación de servicios internacionales. No obstante las negociaciones sobre servicios financieros se prolongaron ya que en aquel entonces no fue posible alcanzar una masa crítica de acuerdo.

A finales de 1997, culminó con éxito el tercer ciclo de negociaciones sobre servicios financieros que no se pudieron cerrar tras la Ronda Uruguay. El acuerdo incorpora un anexo con las listas de compromisos de los diferentes países, compromisos que fueron ratificados a principios de este año, 1999. El comercio de servicios financieros se lleva a cabo mediante varias modalidades contempladas en el acuerdo: (i) prestación o suministro de servicios transfronterizos; (ii) presencia directa o establecimiento en otro país; (iii) consumo en el extranjero (poder invertir - consumir en activos negociados en terceros países desde el país de origen); o (iv) mediante el movimiento de personas que estaría vinculado con la primera y segunda modalidad. Las cifras del acuerdo, según las primeras estimaciones se valoran en unos 60 mil millones de dólares distribuidos en

unos 18.000 millones correspondientes a activos negociados en mercados de valores, casi 40.000 en préstamos y créditos financieros y unos 2.000 millones de dólares en primas de seguros. El acuerdo se ha valorado muy positivamente ya que la liberalización financiera permite una mejor asignación de recursos para financiar el crecimiento económico y la creación de empleo tanto en los países desarrollados como en los países emergentes y menos desarrollados.

Desde el punto de vista de España, el acuerdo ha consolidado las expectativas de las entidades financieras que han elaborado su estrategia de expansión en los mercados internacionales y ha abierto nuevos mercados y líneas de negocios. En el caso de Latinoamérica, según el país, se admiten gestoras de fondos de pensiones y compañías de seguros cuyo capital sea extranjero y también se permite el incremento de la participación de capitales extranjeros en compañías de seguros, agencias de valores y sector bancario e incluso se han eliminado los requisitos de reciprocidad.

En lo que se refiere a la libertad de establecimiento y el acceso a mercados mediante presencia directa en los mismos, la legislación española en materia de fondos de pensiones no introduce ninguna limitación: cualquier empresa de cualquier país puede constituirse en España, independientemente del origen comunitario (incluido el Espacio Económico Europeo) o no de las empresas.

En lo que se refiere a la prestación de servicios transfronterizos, sí existen algunas peculiaridades. En este sentido cabría distinguir entre servicios de asesoría y de gestión directa de servicios financieros transfronterizos. En el caso de los primeros, nuestra legislación los permite *erga omnes*, no existe ninguna limitación o restricción. Por el contrario, en lo que se refiere al Real Decreto 1.351/1988, de 26 de junio, que regula la posibilidad de contratar la administración de activos financieros extranjeros con terceras entidades, esta posibilidad se limita al Espacio Económico Europeo. Esta posibilidad es compatible con el GATT en base al artículo XXIV, y con el GATS en base al artículo V, que



COLABORACIONES

establece la posibilidad de introducir excepciones en virtud de la pertenencia de un país a una unión aduanera o zona de libre cambio, como sería el caso de los países pertenecientes a la Unión Europea o al Espacio Económico Europeo. Otra excepción admisible podría motivarse en base a la necesidad de normas prudenciales y cautelares para la adecuada supervisión de las entidades y para la protección de los consumidores.

Está prevista la celebración de una nueva Ronda de liberalización del comercio de servicios en el año 2000 en la que ya se está trabajando y que habrá que seguir de cerca.

Por lo que se refiere a la OCDE, se han desarrollado negociaciones tendentes a la consecución de un Acuerdo Multilateral de Inversiones, conocido como el AMI. Algunos países han listado como excepciones al régimen general de tales acuerdos a sus fondos de pensiones. No obstante, la incidencia del AMI se concentra en la inversión directa y en cuestiones relacionadas con la promoción de las inversiones directas realizadas por empresas no financieras en terceros países.

También se debe tener en cuenta la evolución de los fondos de pensiones en otros mercados para establecer referencias, especialmente cuando, como en el caso de nuestro país, se registra una creciente presencia de las empresas y grupos financieros españoles —particularmente de bancos y entidades aseguradoras— en Latinoamérica, lo que facilita un mayor conocimiento de las oportunidades de inversión existentes en estos países.

Las consecuencias de la crisis monetaria y bursátil del pasado año en Asia ha puesto de manifiesto la necesidad de llevar a cabo una estrategia diversificada que combine adecuadamente criterios de rentabilidad y seguridad. Las decisiones de inversión deben llevarse a cabo sobre variables solventes y eficientes evitando en su asignación y distribución criterios políticos u otras variables poco relevantes para maximizar los rendimientos a largo plazo de los fondos de pensiones.

En lo que respecta a la creciente presencia de grupos españoles en el sector de fondos de

pensiones latinoamericanos cabe destacar que los, ahora tres, principales grupos bancarios españoles (Argentaria, Santander y Central-Hispano —BSCH— y BBV) están involucrados en la gestión, conjuntamente, de más de 4 billones de pesetas (26.700 millones de dólares) en patrimonios de fondos de pensiones en Latinoamérica. La cuota de mercado de los grupos con participación española en esta zona, excluyendo Brasil, es, aproximadamente, del 20 por 100 de total de patrimonio y del 25 por 100 del total de partícipes. Los principales receptores de la inversión española en este sector son Chile, Argentina, Perú, México, Colombia y Bolivia.

No obstante, es preciso reconocer que los mercados que constituyen la referencia más inmediata y próxima para los fondos de pensiones españoles son los mercados de la OCDE y, especialmente, como no podría ser de otra manera, los mercados de la Unión Europea.

A continuación se apuntan, muy brevemente, algunas características comunes en los países de nuestro entorno relativas a la gestión de las inversiones de los fondos de pensiones u otros regímenes complementarios de pensiones, con la excepción de los seguros de vida, ya que éstos se hallan armonizados en el ámbito del Espacio Económico Europeo, a través de las correspondientes directivas.

### ***Tendencias internacionales sobre gestión financiera e inversiones de los Fondos de Pensiones en los países de nuestro entorno.***

Como ya se ha indicado, la gestión especializada de los patrimonios y fondos se hace cada vez más necesaria en un contexto de mayor estabilidad macroeconómica, desarrollo e innovación de los mercados financieros y de capitales, y una mayor interdependencia y movilidad internacional de las inversiones. Este proceso es especialmente relevante en la Unión Europea y en los países de la zona euro.

En estos países, aunque existe una clara tendencia a la internacionalización de las inversiones de los fondos de pensiones, esta tendencia no es tan acusada en relación con la gestión de estas inversiones. Por ejemplo, respecto de *los gesto-*



COLABORACIONES

CUADRO 1  
FONDOS DE PENSIONES EN LA UNIÓN EUROPEA  
DISTRIBUCIÓN DE LAS INVERSIONES  
(%)

	D. Pública/R. fija		R. variable		Activos extranjeros		Liquidez/Inv. corto		Inmuebles	
	Mín.	Real	Máx.	Real	Máx.	Real	Mín.	Real	Máx.	Real
Alemania.....	45 (*)	75	30 UE	11	12-20	7	—	3	25 UE	12
Francia.....	50 UE	39	—	14	—	5	—	40	—	7
Reino Unido.....	—	11	—	70	—	30	—	3	—	6
España.....	—	60	—	15	—	9	1	10	—	1
Italia.....	—	72	—	14	—	5	—	5	—	10
Holanda.....	—	58	—	30	10 ABP	25	—	2	—	10
Bélgica.....	15 NAL.	47	65 OCDE	36	—	—	3	10	—	7
Dinamarca.....	40 (*)	65	40	14-22	—	7	—	2	20	9
Portugal.....	30 NAL.	57	70 (*)	3-18	40 UE- USA- JAP	13-N.D.	—	25-19	50	1
EE.UU.....	—	36	—	52	—	10	—	8	—	4
Japón.....	50	63	30	29	30	N.d.	—	5	20	3

(\*) Porcentajes deducidos por diferencias.

Fuente: Elaboración propia basada en: Comunicación de la Comisión de la Unión Europea. 1999. Libro Verde. Junio 1997. Pension Fund Investment in Europe., D. Harrison FT. William M. Mercer. European Pension Fund Managers Guide, 1997-1998. Intersec y OCDE. Datos redondeados a título ilustrativo.

res de fondos, algunos estudios de mercado estiman que la presencia, credibilidad y profesionalidad de los gestores nacionales les permite entender y atender con más eficacia las prioridades de los Fondos de Pensiones nacionales. En países como Suiza o Alemania estas actitudes, a veces calificadas en la práctica como proteccionistas, son tradicionales. En algunos países las inversiones están expresamente limitadas en determinados activos mediante restricciones normativas, existiendo una relativa preferencia nacional basada en las regulaciones existentes (imposibilidad de contratar con entidades extranjeras o exigencia de establecer el domicilio social en el que pretende operar).

Lo que sí es cierto es que muchos países establecen un conjunto de limitaciones a las inversiones de los fondos de pensiones. En el Cuadro 1 puede observarse algunas limitaciones directas o indirectas establecidas y la distribución efectiva de los activos. En la columna de la izquierda se establecen las restricciones legales por países y categorías de activos. La columna de la derecha representa la distribución real de las inversiones por activos. Los porcentajes no suman cien pues, por ejemplo, dentro del capítulo activos extranjeros se incluyen tanto valores de renta fija como variable, contabilización necesaria para llevar a cabo este análisis de las restricciones por tipo y nacionalidad de activos y emisores.

Según el país, existen disposiciones tendentes a favorecer la inversión nacional frente a la

extranjera; a asegurar la inversión en renta fija frente a renta variable; a incentivar la adquisición de títulos emitidos por organismos públicos frente a empresas privadas, etcétera. En general, los criterios prudenciales comunes suelen estar dirigidos a: (i) limitar la autocartera de las Gestoras; (ii) diversificar riesgos; (iii) la adecuación de plazos; (iv) la congruencia monetaria entre las obligaciones y los activos destinados a cubrir las mismas y (v) la prudencia en el uso de derivados, que se utilizan generalmente para cubrir riesgos sobre activos.

En este sentido cabría destacar la flexibilidad comparativa que ofrece nuestra legislación en comparación con los criterios más restrictivos existentes en algunos países y que se han cuestionado por la Comisión Europea.

Independientemente del marco regulador de las inversiones de los fondos de pensiones en diferentes países y de la evolución de las prácticas y técnicas de gestión de las inversiones, es preciso reconocer que el proceso que está influyendo y más va a influir en los fondos de pensiones de los diferentes países de la Unión Europea se enmarca en el contexto de la UEM y de la introducción del euro, en una doble vertiente. Por un lado, como se ha desarrollado en el apartado II anterior, la Unión Económica y Monetaria, entre otros efectos, impulsa la integración de los mercados de capitales con importantes implicaciones en la gestión e inversión de los fondos de pensiones y en el desenvolvimiento de los mismos.



COLABORACIONES

Un segundo proceso se refiere a los intentos de coordinación comunitaria para estudiar los distintos sistemas de previsión existente en los diferentes países y los planteamientos abordados en los proyectos de Directivas y Comunicaciones en relación con la libertad de inversiones y depósitos y de la portabilidad de los derechos para promover la libre circulación de capitales y trabajadores. El siguiente apartado se refiere con más detalle a estas iniciativas.

#### 4. **Sistemas complementarios de previsión en el ámbito de la Unión Europea**

Como se recordará, el «Libro verde sobre Sistemas Complementarios de Pensiones en el Mercado Unico» (COM(97) 293 final) de la Comisión fue presentado en junio de 1997. En él se requería a los Estados miembros y a los agentes económicos y sociales interesados que presentasen los comentarios y observaciones que considerasen oportunos. A mediados de 1998, la Comisión presentó un Documento de Trabajo en el que se ofreció un resumen de las Respuestas y Comentarios realizados al Libro verde sobre Sistemas Complementarios de Pensiones en el Mercado Unico.

En mayo de 1999 la Comisión ha presentado una Comunicación en la que se sistematizan y analizan todos los elementos relacionados con la posibilidad de desarrollar una actuación comunitaria coordinada en materia de regímenes complementarios de pensiones y que involucran a varias Direcciones Generales de la Comisión, por su incidencia en múltiples aspectos: Mercado Unico, libertad de movimiento de capitales (inversiones), prestación de servicios, libre circulación de trabajadores y fiscalidad.

Después de un conjunto de actuaciones dispersas sobre distintos aspectos relacionados con la previsión social complementaria, esta iniciativa de la Comisión constituye un intento de sistematizar y tratar conjuntamente los aspectos relacionados con las pensiones complementarias en el Mercado Unico. Por ello, estas iniciativas constituyen un intento de análisis y reflexión sobre diversos aspectos interrelacionados. Estos aspectos son los siguientes:

1. Sobre la previsión pública y privada articulada en tres niveles: el sistema de Seguridad Social pública (primer pilar), el privado de carácter ocupacional o de empleo (segundo pilar) y el privado individual (tercer pilar). Y sobre los instrumentos de previsión, básicamente planes de pensiones y seguros colectivos sobre la vida, aunque también se mencionan otras prácticas como reservas contables, fondos internos etcétera.

2. Sobre la gestión e inversiones de los fondos de pensiones y los mercados de capitales desde la perspectiva de la Unión Económica y Monetaria Europea y del euro en relación con la libre circulación de capitales y la libre prestación de servicios. Los antecedentes a este tema datan de principios de los años 90 cuando la Comisión presentó un proyecto de Directiva que no contó con el acuerdo de todos los Estados miembros en aquel momento.

3. Sobre la libre circulación de los trabajadores, para facilitar su movilidad en el Mercado Unico, mediante la protección de los derechos por pensiones obtenidos en las empresas donde trabajan. Los antecedentes a este tema se encuentran en los trabajos desarrollados desde mediados de los noventa en diferentes foros: Grupos de alto nivel, expertos, Comunicación de la Comisión sobre protección social. Finalmente la Comisión, además de abordarlo en el Libro Verde, presentó una Directiva que fue aprobada en junio de 1998 pero con un alcance muy limitado, como se verá más adelante.

4. Sobre la coordinación y el desarrollo de normas cautelares y de supervisión por parte de los órganos de control de los Estados miembros. Planteándose incluir en la directiva normas y directrices que contemplen también el lado del Pasivo con el objeto de establecer una adecuada protección de los consumidores y miembros de los sistemas complementarios de pensiones.

5. Sobre los aspectos fiscales y el régimen tributario de los sistemas de pensiones complementarios. Estos aspectos son muy relevantes porque inciden sobre la afiliación transfronteriza y el reconocimiento mutuo de los sistemas complementarios.



COLABORACIONES

En definitiva, las iniciativas de la Comisión introducen dos objetivos y plantean los dos principales, aunque no únicos, problemas para su consecución. El primer objetivo se centra en la liberalización de la gestión e inversión de los fondos de pensiones (y por extensión, de las entidades aseguradoras, sobre las que ya existe armonización comunitaria a través de las terceras directivas). El segundo objetivo se refiere a la libre circulación de los trabajadores y a sus derechos a pensiones. Los dos principales problemas (pero que no son los únicos) que se plantean son las implicaciones fiscales y la necesidad de desarrollar normas cautelares de supervisión y control adecuadas. Los sistemas de previsión complementaria existentes en los diferentes Estados miembros son muy distintos, lo que hace muy difícil cualquier intento de armonización y coordinación a nivel comunitario. De hecho, a menudo, se ha reconocido que no se dan las condiciones para intentar una armonización comunitaria en materia de fondos de pensiones.

***Libertad de gestión e inversión de los fondos de pensiones***

Desde principios de los años 90, la Comisión y los Estados miembros negociaron un proyecto de Directiva para facilitar la libertad de gestión e inversión de los fondos de pensiones, pues la Comisión considera que existen restricciones en los Estados miembros a las inversiones de los fondos de pensiones y a la libre prestación de servicios, lo que resultaría contrario al Mercado Único y a la libre circulación de capitales. Nunca fue posible alcanzar un acuerdo pues la exigencia de un grupo de Estados miembros exigía una congruencia monetaria de hasta el 80 por 100, a lo que la Comisión se opuso prefiriendo retirar el Proyecto de Directiva. En lo que se refiere a la congruencia monetaria, éste es un aspecto que podría volver a examinarse en el contexto del euro, aunque habría que analizar si las razones que, en su día, justificaban el disponer de la facultad en su momento invocada de establecer un porcentaje de congruencia similar a la del seguro de vida, hayan desaparecido cuando nos encontremos con relaciones fuera de la zona euro.

Posteriormente, en 1994, la Comisión reconvirtió este Proyecto de Directiva en una Comunicación. Esta actuación fue rechazada por Alemania y recurrida por Francia y España ante el Tribunal de Justicia, tanto por la forma (deslegalización) como por el fondo, pues introducía recomendaciones sobre las que no se había alcanzado el consenso necesario anteriormente. A finales de marzo de 1997, el Tribunal de Justicia Europeo anuló esa Comunicación de la Comisión.

Desde mediados de 1997, en base al Libro Verde y, fundamentalmente, a raíz de la nueva Comunicación de 1999, la Comisión ha retomado estas iniciativas ampliando su alcance.

La Comisión parece inclinarse por el criterio del «buen padre de familia» y por una gestión activo/pasivo flexible, sin que se establezcan limitaciones o restricciones a las inversiones de los Fondos de Pensiones. Pretende extender la libertad de movimientos de capitales y de prestación de servicios de gestión de inversiones. Los planteamientos de la Comisión abarcan tanto el lado del Activo como del Pasivo y sus propuestas tienden a combinar criterios del buen padre de familia u hombre prudente con referencias o límites de dispersión y diversificación compatibles con la libre circulación de capitales.

Así mismo, la Comisión considera conveniente que la Directiva que se proponga integre también normas prudenciales por el lado del pasivo con el objeto de establecer una adecuada cobertura y solvencia en los sistemas de pensiones complementarias que protejan a los beneficiarios y miembros consumidores de estos regímenes.

La legislación española sobre inversiones de los fondos de pensiones es relativamente flexible y compatible con la libre circulación de capitales puesto que las inversiones exteriores de los fondos de pensiones españoles se regulan por la legislación sobre control de cambios e inversiones en el exterior, que está perfectamente armonizada con los requisitos comunitarios.

En relación con la libre prestación de servicios cabe reconocer las peculiaridades del sistema español, ya que los fondos de pensiones, al



COLABORACIONES

carecer de personalidad jurídica, necesitan de una entidad gestora domiciliada en España, cuya funciones son mucho más amplias que la mera gestión de inversiones. No obstante, este esquema puede ser compatible con la libertad de prestación de servicios en la Unión Europea. De hecho, el Real Decreto 1351/1998, aprobado en junio de 1998, habilita a los fondos de pensiones españoles a través de sus entidades gestoras, a contratar la administración de activos financieros extranjeros y su depósito en los términos que se preveían en el Proyecto de Directiva. La única limitación consiste en que el patrimonio del fondo de pensiones que se pueda contratar, por el momento, con terceras entidades no podrá ser superior al 20 por 100 del patrimonio del fondo. Este límite tiene carácter prudencial y resulta suficientemente amplio en esta primera etapa ya que, por ejemplo, las inversiones en el exterior de los fondos de pensiones españoles no llegan, en muchos fondos al 20 por 100 del total. Este límite no es contrario a la libre circulación de capitales, pues un fondo español, a través de su entidad gestora, podría invertir (teóricamente) el 100 por 100 de su patrimonio en activos extranjeros siempre y cuando cumplan los criterios establecidos de seguridad, rentabilidad, diversificación, etcétera.

miembro a otro para trabajar pueda mantener sus derechos a pensión en su sistema inicial en los mismo términos en que se mantuviesen en el caso de ser trasladado dentro de su territorio nacional. Por tanto el alcance del proyecto es concreto y limitado, pero suficiente por el momento, dada la disparidad de regímenes existente en los diferentes Estados miembros.

El objetivo es favorecer y promover la libre circulación de los trabajadores en la Unión Europea mediante la preservación de sus compromisos por pensiones devengados en una empresa. Esto ha planteado numerosas dificultades de índole jurídico y fiscal ya que los sistemas complementarios de pensiones son diferentes en los distintos Estados miembros como también son diferentes las características de los diversos instrumentos de previsión existentes: planes de pensiones, seguros, reservas contables o fondos internos, sistemas de reparto, mutualidades. Asimismo, las diferentes características de liquidez y, principalmente, fiscales introducen una complejidad adicional a la posibilidad de movilización transfronteriza de los derechos a pensión.

Dadas las diferencias entre los regímenes tributarios aplicados por los distintos Estados miembros, y que la propuesta inicial de Directiva no se basaba en un previo acercamiento de las normativas ni tampoco se aseguraban los cauces de información adecuados entre los Estados miembros, se ha considerado que los aspectos fiscales no debían ser incorporados en la misma ya que era imprescindible profundizar en este tema. Hay que tener en cuenta que los Estados miembros realizan un importante esfuerzo desde el punto de vista de los gastos fiscales en el ámbito de los sistemas complementarios de pensiones con el objeto de promover su desarrollo y que se han establecido exigencias y condiciones concretas para permitir el acceso a los beneficios fiscales.

En el caso de España, los planes de pensiones garantizan la titularidad de los derechos para los trabajadores ya que son movilizables siempre a otro plan de pensiones constituido en España, en caso de cese de la relación laboral en una empresa por traslado a otra, etcétera. No



COLABORACIONES

***Libre circulación de los trabajadores y conservación de sus derechos a pensiones complementarias***

Los antecedentes de esta línea de actuación se encuentran en el Informe «Veil» del Grupo de Alto Nivel sobre la Libre Circulación de los Trabajadores y en una Comunicación de la Comisión sobre Modernización y Mejora de la Protección Social en la Unión Europea, presentados ambos en marzo de 1997. Esta es otra de las grandes cuestiones abordadas por el Libro Verde. Adicionalmente la Comisión presentó un Proyecto de Directiva sobre Libre Circulación de los Trabajadores y Conservación de sus Derechos a Pensiones Complementarias que fue finalmente aprobada en junio de 1998 (Directiva 98/49/CEE).

El objetivo de la Directiva es que un trabajador que se desplace temporalmente de un Estado

obstante, al igual que en el resto de los países de la UE, la afiliación transfronteriza y el reconocimiento mutuo entre instrumentos de distintos Estados miembros es una asignatura difícil de consensuar.

***Otras consideraciones planteadas por la Comisión***

La propia Comisión reconoce que la diversidad y diferencias en materia de previsión complementaria existentes entre los Estados miembros hace difícil intentar un proceso de homologación o armonización a corto plazo de los diferentes sistemas, ya que éstos responden a una cultura laboral, empresarial y social propia de cada país.

Igualmente existe una tendencia a equiparar o a asimilar el tratamiento y la ordenación de los planes de pensiones y los seguros colectivos. No debe olvidarse que cada uno de estos instrumentos tiene sus peculiaridades propias y que constituyen instrumentos complementarios de previsión que atienden a menudo a diferentes necesidades por parte de las empresas y de los trabajadores. Por tanto, es necesario realizar una aproximación diferenciada entre planes y seguros, aunque tengan elementos similares y comunes. De hecho, el seguro sí está armonizado, pero no así los planes de pensiones. La Comisión reconoce las similitudes existentes pero considera conveniente una aproximación diferente a cada instrumento de previsión.

En lo que se refiere a las cuestiones fiscales que se plantean se reconoce que existen enormes diferencias entre los regímenes tributarios aplicados por los distintos Estados miembros. En definitiva, las cuestiones fiscales, sobre las que deberán pronunciarse también los servicios competentes en la materia de los diferentes Estados miembros, introducen un elemento de complejidad adicional, como la Comisión reconoce. Todas las partes implicadas coinciden en señalar la complejidad y dificultad de abordar las implicaciones fiscales de los sistemas de previsión y el principal obstáculo para establecer un Mercado Unico de previsión social complementaria.

También reconoce la Comisión que los avances que se puedan producir en materia de previ-

sión complementaria requieren profundizar en la colaboración y una mayor coordinación entre los órganos de supervisión y control de los Estados miembros con el objeto de establecer unas normas mínimas de carácter cautelar y prudencial que garanticen los derechos de los asegurados, partícipes y consumidores.

**5. Conclusiones**

El marco económico y financiero que nuestras entidades gestoras de fondos de pensiones y nuestras entidades aseguradoras han de tener como referencia es la Unión Económica y Monetaria Europea.

El euro ha producido ya una serie de efectos visibles sobre los mercados financieros, incidiendo en el nivel de competencia, redefiniendo las prácticas y variables de referencia para la adopción de decisiones de inversión y, en definitiva, ampliando la dimensión de los mercados a un entorno más abierto y competitivo. Adicionalmente, es preciso tener en cuenta los procesos de liberalización multilateral planteados en el marco de la OMC y el desarrollo de estos regímenes en otros países o áreas geográficas (Estados Unidos, Latinoamérica, etcétera), así como las iniciativas emprendidas por los organismos internacionales.

La consolidación de la economía española y de los mercados de capitales en el marco de la Unión Económica y Monetaria establece unas condiciones de estabilidad nominal y real favorable al ahorro en previsión, a largo plazo, con unos mercados más eficientes y con mayor capacidad de ajuste ante shocks externos. La experiencia del pasado año en relación con la crisis de los mercados asiáticos y sus efectos inducidos sobre las economías latinoamericanas, que generó una mayor volatilidad en los mercados de capitales de los países industrializados, ha permitido contrastar que en los países de la Unión Europea que forman parte del área euro, las condiciones y fundamentos económicos coadyuvan a absorber con mayor flexibilidad los shocks financieros externos minimizando o reduciendo sus efectos sobre las variables reales y manteniéndose un ritmo de crecimiento sostenido y creador de empleo.



COLABORACIONES

La redefinición de estrategias de inversión es una de las primeras y más visibles consecuencias de este proceso europeo de transformación, que tiene como consecuencia un paulatino cambio en la composición de las carteras que en las que se materializa el ahorro a largo plazo, tanto en el caso de los fondos de pensiones, como, de forma más gradual, de las entidades aseguradoras; transformación que indice también en una nueva configuración de las necesidades y preferencias de los consumidores y ahorradores y de las prácticas comerciales, operativas, administrativas y de diseño y estructura de los propios gestores que participan en estos mercados.

Las iniciativas de la Comisión de la Unión Europea en esta materia enmarcan, en buena parte, el desarrollo futuro de los regímenes de pensión complementaria de los diferentes Estados miembros.

### Bibliografía

1. BANCO DE ESPAÑA (1998): «El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional y sus implicaciones para España», *Boletín Económico, Servicio de Estudios*, mayo.
2. BANCO DE ESPAÑA (1997): «La Unión Monetaria Europea», *Cuestiones Fundamentales*.
3. BUSTELO GOMEZ, P. (1999): «Las crisis financieras asiáticas (1997-1999)», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, número 2626, 6-12 de septiembre.
4. GARCIA DE QUEVEDO RUIZ, J. C. (1999): «El ahorro privado en previsión social. Situación actual y perspectivas», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, número 2619, 7-13 de junio.
5. SUBDIRECCION GENERAL DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES (1999): «Instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas españolas», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, número 2606, 8-14 de febrero.
6. CALVO BERNARDINO, A. y GONZALEZ RODRIGUEZ, J. I. (1997): «La política monetaria en la Unión Europea: situación actual y perspectivas futuras», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, número 2562, 8-21 de diciembre.
7. GONZALEZ RODRIGUEZ, J. I. y MARTINEZ SANCHEZ, A. (1998): «Cambios en la instrumentación de la política monetaria española ante la moneda única», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, 2589, 5-11 de octubre.
8. COMISION DE LA UNION EUROPEA (1999): «Hacia un Mercado Unico para las pensiones complementarias», *Comunicación de la Comisión*, mayo.
9. COMISION DE LA UNION EUROPEA (1998): *Libro Verde sobre Sistemas Complementarios Privados de Pensiones*. Resultados de las consultas y próximas etapas, octubre.
10. COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1997): *Efectos de la introducción del euro sobre los mercados de valores y las Instituciones que en ellos operan*, julio.
11. DIRECCION GENERAL DE SEGUROS: «Planes y Fondos de Pensiones», *Memoria Estadística 1997 y 1998*. Ministerio de Economía y Hacienda.
12. DIRECCION GENERAL DE SEGUROS: *Informe del Sector 1998: Seguros y Planes de Pensiones*. Ministerio de Economía y Hacienda.
13. DUTCH EURO PROJECT GROUP OF PENSION FUNDS: *Manual for de Implementation of The Euro by pension Funds*.
14. SUBDIRECCION GENERAL DE ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR (1998): «Efectos recientes de las crisis rusa y asiática», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, número 2585, 7-13 de septiembre.
15. EUROPEAN FEDERATION FOR RETIREMENT PROVISIONS: *Newsletters and Reports*.
16. FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1997): *European Monetary Union and International Capital Markets: Structural Implications and Risks*. WP/97/62, mayo.
17. FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1998): *World Economic Outlook and International Capital Markets*, diciembre.
18. ICEA (1999): *Las inversiones de las Entidades Aseguradoras en 1998*. Informe número 777, julio.
19. ICEA (1998): *Estadísticas del Ramo de Vida*, Informe número 765.
20. INVERCO: *Información Trimestral*.
21. CAMALEÑO SIMON, C.: «La redefinición de la estrategia de negocio por el euro», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, número 2580 6-12 de octubre.
22. CALVO BERNARDINO, A. (1998): «Los efectos económicos de la UEM: el efecto anticipación y el efecto sistémico», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, número 2569, 20-26 de abril.



COLABORACIONES