



## **Un Libro Verde**

COMISIÓN EUROPEA

*Traducción: Guiomar Manso de Zúñiga Spottorno*

## Índice de materias

<b>Introducción y resumen ejecutivo</b>	4
<b>Capítulo I: El contexto demográfico y económico</b>	8
A. Tendencias demográficas actuales	8
B. Consecuencias presupuestarias de los cambios demográficos sobre los planes de pensiones estatales	8
C. Estructura actual de la provisión de pensiones	9
D. Conclusión	15
<b>Capítulo II: Provisión de ingresos en la jubilación y Mercados de Capitales de la UE</b>	16
A. Tamaño de los fondos de pensiones de la UE	16
B. Cómo se invierten los fondos de pensiones y de los seguros de vida en la UE	17
C. Beneficios de los activos de los fondos de pensiones	17
D. Consecuencias de las diferencias en los índices de rentabilidad	18
E. ¿Pueden conseguirse mayores beneficios sin correr riesgos innecesarios?	19
F. ¿Cómo podrían los mercados de capitales de la UE absorber futuros aumentos de las inversiones de los fondos de pensiones y de los seguros de vida de la UE?	20
<b>Capítulo III: Normas prudenciales adecuadas para un Mercado Único</b>	23
A. Tarea de supervisión de los fondos de pensiones y de los seguros de vida y de los gestores de los fondos	23
B. El efecto de las normas excesivas para las inversiones de los fondos de pensiones de tipo 2	23
C. Normas para las inversiones de los seguros de vida de tipo 3	25
D. ¿Debería haber normas iguales en la UE para los planes de tipo 2 y 3?	26
E. Gestores de los fondos	27
F. Cambios para el futuro	28
<b>Capítulo IV: Facilitar la libre circulación de los trabajadores</b>	30
A. Consideraciones generales	30
B. Obstáculos para la libre circulación de las personas relacionados con las pensiones complementarias	30
C. Posibilidades	34
<b>Capítulo V: La importancia del tratamiento fiscal de las pensiones complementarias</b>	36
A. Consideraciones generales	36
B. Evitar la doble imposición	37
C. Posibles soluciones comunitarias	38

## **Tablas**

Tabla I:	Niveles de cobertura - Tipo 2
Tabla II:	Activos de los fondos de pensiones - totales y como porcentaje del PIB (1993)
Tabla III:	Activos de las compañías de seguros de vida - totales y como porcentaje del PIB (1995)
Tabla IV:	Distribución de los activos de los fondos de pensiones (tipo 2), como % del total de los activos (1994)
Tabla V:	Distribución de los activos de los seguros de vida (tipo 3), como % del total de los activos (1994)
Tabla VI:	Diferencias de los índices de rentabilidad de las acciones respecto de los bonos
Tabla VIa:	Índices de rentabilidad reales (% pa) (1967-1990) en moneda nacional
Tabla VIb:	Beneficios extraordinarios de los mercados de acciones sobre los de bonos (% pa) (1981-1995) en moneda nacional
Tabla VIc:	Rentabilidad real (% pa) de los mercados de EEUU, el Reino Unido y Bélgica
Tabla VII:	Fondos de pensiones 1984-1993. Índices medios de rentabilidad, volatilidad y relación beneficio - riesgo
Tabla VIII:	Tamaño de los mercados de valores (acciones nacionales) (1996)
Tabla IX:	Resumen de las legislaciones nacionales sobre las carteras de valores de los fondos de pensiones (tipo 2)
Tabla X:	Normas de la UE para las inversiones de las compañías de seguros de vida (tipo 3)
Tabla XI:	Resumen de las legislaciones nacionales de las compañías de seguros de vida (tipo 3)
Tabla XII:	Activos de los planes de grupo de los seguros de vida como porcentaje de los activos de las pensiones de tipo 2 (1994)
Tabla XIII:	Fondos de pensiones frente a Seguros de vida

## **Notas**

## Introducción y resumen ejecutivo

La provisión de las pensiones es un aspecto fundamental de la protección social en la Unión Europea, lo cual queda claro en la comunicación sobre Protección Social <sup>(1)</sup> de la Comisión. El presente documento pretende crecer sobre dicha comunicación mediante el desarrollo de varias ideas relacionadas con determinados aspectos de la provisión de pensiones complementarias. En la actualidad hay cuatro personas en edad laboral para mantener a cada pensionista en la UE. En 2040, habrá dos. Esta predicción es el resultado de la mayor longevidad y del descenso de los índices de natalidad en Europa. La media de hijos por mujer en Europa ha descendido de 2,5 en 1965 a 1,8 en Francia y el Reino Unido y a menos de 1,5 en Alemania, Italia y España. Este fenómeno no es exclusivo de la UE, sino que se encuentra también, en mayor o menor medida, en la mayoría de los países desarrollados.

La mayor parte de las pensiones estatales estatutarias en la UE las paga el Estado de los ingresos corrientes (“retención fiscal en la fuente” o “retención directa”). Actualmente, no existen en general fondos de inversión destinados a las pensiones estatales. Si no se cambian los programas actuales respecto de las pensiones, habrá un inevitable aumento del gasto estatal en éstas para pagar al mayor número de pensionistas. Hoy en día, las pensiones estatales corresponden al 10% del PIB, pero si no se producen cambios en los programas esta cifra aumentará considerablemente para el año 2030. A los Estados Miembros les será difícil cubrir esta mayor demanda a la vista del gran gasto público existente ya en la UE y su compromiso a mantener el rigor presupuestario.

Varios Estados Miembros han iniciado ya reformas para garantizar la viabilidad de la provisión de las pensiones estatales, y están estudiando nuevas reformas. En la actualidad las pensiones estatales (tipo 1) constituyen el grueso de los pagos de pensiones (88%), pero la necesidad de conservar el mismo nivel de ingresos en la jubilación probablemente harán que cada vez se dependa más de otras fuentes principales de ingresos complementarios de jubilación:

- planes de pensiones vinculados al empleo (tipo 2);
- planes de pensiones contratados por cada persona, generalmente con compañías de seguros de vida (tipo 3).

La Comisión reconoce claramente que los programas referentes a los planes de pensiones complementarios de tipos 2 y 3 analizados en este documento no son de ninguna manera una panacea para las dificultades que se prevé que surgirán por los cambios demográficos. Los sistemas de seguridad social de los Estados Miembros seguirán realizando la mayor parte de los pagos de pensiones, y se dará mucha importancia a la solidaridad social en cada generación y entre distintas generaciones.

De acuerdo con el principio de subsidiariedad, corresponde a los Estados Miembros decidir el papel que desempeñarán estas tres fuentes de provisión de pensiones en el suministro de ingresos en la jubilación. Pueden alterar el equilibrio entre las fuentes directamente, mediante cambios en las normas de las pensiones estatales o si hacen que los planes relacionados con el empleo sean obligatorios, o indirectamente, por medio de incentivos

fiscales. Pero, dada la existencia, y el probable aumento, de los planes complementarios respaldados, este Libro Verde analiza cómo el Mercado Único puede lograr que estos planes funcionen con mayor eficacia.

Al contrario de los planes estatales, la mayoría de los planes de tipo 2 y 3 están respaldados: es decir, están respaldados por activos que se han invertido para proporcionar futuros pagos de pensiones (2). Aunque la aportación de estos planes a los pagos totales de pensiones es relativamente pequeña en la actualidad, los fondos invertidos para cubrir las responsabilidades futuras de las pensiones son enormes: en 1993 había 1.200 billones de ECU invertidos por y para los planes complementarios; de los 1.600 billones de ECU de los activos de los seguros de vida, una pequeña pero significativa proporción representa la provisión de las pensiones.

Lo más probable es que sigan aumentando en el futuro. Incluso aunque los planes de tipo 2 en todos los Estados Miembros crezcan sólo hasta la mitad de su actual alcance en los Países Bajos y el Reino Unido (que hasta el momento son los Estados Miembros con la mayor cobertura), estos fondos alcanzarían los 3.000 billones de ECU.

El crecimiento de estos fondos es una de las posibilidades para mantener el nivel de los ingresos en la jubilación y suponen una oportunidad para la economía de la UE. El Libro Verde pregunta cómo pueden repartirse estos beneficios en el mercado de capitales de la UE, especialmente a la luz del efecto positivo de la Unión Económica y Monetaria. En la actualidad, los planes de pensiones vinculados con el empleo y los seguros de vida en la mayoría de los Estados Miembros invierten gran parte de sus activos en bonos del Estado de sus propios países. En vista del compromiso de los Estados Miembros de conservar la estabilidad económica, es probable que la capacidad de aumento de los bonos del Estado se limite, lo que significa que probablemente aumentaría la oferta de acciones y bonos del sector privado si el crecimiento de los fondos disponibles ha de integrarse en el mercado de capitales de la UE. El mercado de capitales de la UE se transformará como resultado, en especial, del aumento de oferta de capital a largo plazo. Esta transformación puede traer consigo efectos beneficiosos sobre la industria y las infraestructuras de la UE.

Algunas de las normas actualmente impuestas por los Estados Miembros como parte de su supervisión prudencial de estos fondos parecen ir más allá de lo objetivamente necesario e impedir la libertad de movimiento del capital en el Mercado Único. Desde luego, la supervisión prudencial es necesaria para garantizar que los fondos de pensiones y las compañías de seguros de vida puedan cumplir con sus obligaciones futuras con respecto a las pensiones. Esta supervisión no debe pues relajarse. Uno de los objetivos del Libro Verde es el de estudiar cómo puede conservarse la seguridad de los beneficios, si se levantan las actuales restricciones desproporcionadas y a la vez se permite, en beneficio de los pensionistas actuales y futuros, el desarrollo de un verdadero Mercado Único respecto de los fondos de pensiones. Con los datos en la mano, parece que los métodos alternativos de supervisión pueden lograr grados equivalentes de seguridad. Estos métodos alternativos tendrían además dos ventajas adicionales:

- serían compatibles con la libre circulación de capital y fomentaría la expansión del mercado de capitales de la UE. Dicho mercado sería más líquido que los mercados individuales de cada país; y
- permitirían que los fondos de pensiones invirtieran una mayor proporción de sus activos en diversas opciones económicas a largo plazo, como acciones, en consonancia con la estructura de sus obligaciones. Esta estrategia podría aumentar los beneficios de las inversiones de los fondos de pensiones, puesto que estas opciones generalmente tienen un mayor índice de rentabilidad que los bonos del Estado.

Este último punto podría ser significativo. Es posible que algunos fondos de pensiones de la UE logren aumentar su actual índice de rentabilidad mediante la diversificación y si se aprovechan de un Mercado Único para sus inversiones. Incluso un aumento relativamente modesto del índice de rentabilidad sobre una vida laboral típica podría suponer una gran diferencia bien sobre el pago de la pensión o bien sobre la aportación necesaria para financiar una pensión determinada. El descenso del coste que le supone a una compañía financiar una pensión podría tener un impacto positivo sobre la creación de empleo. La Comunidad está comprometida a mejorar el empleo en la Unión. Este compromiso está corroborado por el Pacto de Confianza (*Cinference Pact*) de la Comisión y la estrategia para el empleo acordada en el Consejo Europeo de Dublín.

Debe quedar claro que este Libro Verde no pretende aprobar las inversiones de los fondos de pensiones en acciones o cualquier otro tipo de activos. Sí cree, sin embargo, que los gestores de los fondos deberían gozar de libertad para invertir en los activos que consideren más adecuados para su fondo de pensiones en particular, y que dicha libertad debería ejercerse en el seno de un Mercado Único. Desde luego, esta libertad no puede ser absoluta, sino que debería basarse en normas prudenciales y estar sujeta a supervisión. La Comisión está comprometida a garantizar que no disminuya la protección de los fondos de pensiones. Las consideraciones prudenciales son tanto más importantes en el caso de las acciones, dada la mayor volatilidad de estos activos a corto plazo. La Comisión está estudiando métodos alternativos de supervisión que sean consecuentes y compatibles con el Mercado Único.

Este Libro Verde también recalca la necesidad de confirmar el derecho de los gestores acreditados de los fondos de inversiones a ofrecer sus servicios en otros Estados Miembros. Este derecho no sólo daría a los propios gestores la ventaja de un Mercado Único, sino que podría esperarse que la mayor competencia reduzca los costes y estimule a los gestores a mejorar su rendimiento. Como resultado habría un aumento de las ganancias de las inversiones, para beneficio de los miembros de los planes de pensiones.

Apoyar la circulación de los trabajadores en el seno de la Unión es uno de los objetivos fundamentales de la Comunidad. No obstante, aunque existen acuerdos relacionados con las pensiones estatutarias para facilitar la libre circulación, no existe legislación comunitaria alguna sobre la circulación en el contexto de los planes complementarios. Dichos planes complementarios de pensiones pueden suponer un obstáculo importante para la circulación laboral. De hecho, esto es así en el caso de movimientos dentro de un Estado Miembro; lo mismo ocurre, en aún mayor medida, con los movimientos entre distintos

Estados Miembros. El tema de la pensiones complementarias de los trabajadores “migratorios” se analizó en el informe del *High Level Group* (equipo de alto nivel) sobre la libertad de movimiento de los trabajadores presidido por D<sup>a</sup>. Simone Veil, y se llegó a la conclusión de que era necesario tomar medidas para permitir que los trabajadores “migratorios” sean tratados en el mismo pie de igualdad que los trabajadores que cambien de destino laboral dentro de un Estado Miembro. Este Libro Verde analiza la forma de avanzar en esta materia.

Los impuestos desempeñan un importante papel en la provisión de pensiones y en el diseño de los planes, puesto que los distintos Estados Miembros proporcionan tratamientos de privilegio a nivel de las aportaciones, de los ingresos y plusvalías de los fondos, y de los pagos de beneficios. Existen disposiciones legales para controlar la forma en que se utilizan dichos privilegios fiscales. Sin embargo, pueden suponer un impedimento para un Mercado Único, tanto para planes de pensiones relacionados con el trabajo como para planes relacionados con los seguros de vida, y pueden dificultar la circulación de los trabajadores. El Libro Verde busca encontrar qué iniciativas son necesarias para hacer progresos en este campo.

La Comisión cree que las ideas expuestas en este Libro Verde pueden contribuir significativamente a tratar el asunto de conservar el mismo nivel de ingresos en la jubilación y a reducir el costo de la mano de obra. Aunque también deban tomarse medidas en otros campos, especialmente en lo que se refiere a la reforma de la circulación laboral y la fiscalidad de los sistemas estatales, la Unión no puede permitirse perder la oportunidad que ofrece un cambio en los programas relativos a la inversión de los fondos de pensiones y de los seguros de vida. No obstante, este documento no pretende tratar temas de protección del consumidor (como asesoramiento o mala gestión) excepto en el contexto de las disposiciones prudenciales.

La Comisión invita a hacer comentarios sobre los temas tratados en este documento a los Estados Miembros, el Parlamento europeo, el Comité Económico y Social, el Comité de las Regiones, los miembros sociales, los agentes financieros, las organizaciones representativas, los consumidores y toda parte interesada. Las contestaciones al documento deben remitirse por escrito antes del 31 de diciembre de 1997, a:

**Director General - DG XV**  
Comisión Europea  
Rue de la Loi 200, B-1049 Bruselas  
Fax: (+32 2) 295 65 00  
Dirección de Internet: [John.Mogg@dg15.cec.be](mailto:John.Mogg@dg15.cec.be)

## Capítulo I: El contexto demográfico y económico

### A. Tendencias demográficas actuales

1. La estructura demográfica de la Unión Europea está cambiando considerablemente. La relación de dependencia (es decir, la relación personas de la tercera edad - población en edad laboral) está aumentando en la mayoría de los Estados Miembros y ya ha alcanzado niveles históricos sin precedentes. A lo largo de las últimas décadas han tenido lugar dos importantes cambios demográficos, que son la razón fundamental del aumento de la relación de dependencia previsto: un descenso en el índice de fecundidad y un aumento en la esperanza de vida. Aunque los efectos a largo plazo del proceso del envejecimiento sobre los presupuestos públicos son bastante inciertos y dependen de la forma en que la economía y la sociedad se adapten al proceso, es muy probable que haya una gran presión para que aumente el gasto público en los años venideros. Gran parte de dicha presión recaerá sobre los planes de pensiones públicos de la seguridad social, que constituyen, de lejos, la proporción más significativa de pensiones en Europa, puesto que el gasto en ellas depende mucho de la edad de la población. Se puede encontrar una presión demográfica similar en EEUU y Japón.

2. Las consecuencias de estos cambios son considerables. La combinación de menos nacimientos y esperanzas de vida más largas significa que con el paso del tiempo la relación entre las personas jubiladas y las personas trabajadoras aumentará considerablemente. En la actualidad hay cuatro personas en edad laboral para mantener a cada pensionista mediante cotizaciones a la seguridad social. Para el año 2040 se prevé que, de media, esas cuatro personas trabajadoras tendrán que mantener a dos pensionistas. En algunos Estados Miembros la relación será aún más desfavorable.

### B. Consecuencias presupuestarias de los cambios demográficos sobre los planes de pensiones estatales

3. Los efectos de estos cambios serán graduales. La Comisión ha dirigido un estudio de las previsiones llevadas a cabo en los Estados Miembros sobre el gasto futuro en pensiones estatales a lo largo de las próximas décadas <sup>(3)</sup>. El estudio se centra en las previsiones más recientes que tienen en cuenta la legislación actual, es decir, las que incorporan las reformas ya anunciadas. Se ha llegado a las siguientes conclusiones <sup>(4)</sup>:

- *En el período 1995-2030 en su conjunto*, la relación entre la media ponderada <sup>(5)</sup> del gasto en pensiones y el PIB en 11 Estados Miembros, en los que hay previsiones disponibles hasta el año 2030, aumentará en tres puntos porcentuales (en el mejor de los casos) y en hasta cuatro puntos porcentuales (en el peor de los casos). Las presiones de los gastos serán relativamente grandes en varios Estados Miembros que aún no han llevado a cabo reformas importantes en sus sistemas de pensiones (Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo, los Países Bajos), pero también en algunos Estados Miembros que ya han introducido reformas sustanciales (Finlandia, Francia, Alemania). Se espera

que el aumento de los gastos sea relativamente bajo (en hipotéticos marcos económicos favorables) en Italia, Portugal, España, Suecia y el Reino Unido.

- *Para el año 2030*, en varios Estados Miembros (Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Luxemburgo y los Países Bajos) la relación entre el gasto en pensiones y el PIB puede encontrarse entre el 15% y el 20%. El gasto debería ser menor en Dinamarca, España, Suecia (entre el 10% y el 15%), y en Irlanda, Portugal y el Reino Unido (por debajo del 10%) <sup>(6)</sup>.

4. Actualmente, aproximadamente el 88% de todas las pensiones pagadas en la UE provienen de pensiones estatales. A su vez, estos gastos en pensiones representan una importante proporción del PIB (aproximadamente el 10% <sup>(7)</sup>). Por consiguiente, todo aumento en el gasto total en pensiones de los Estados Miembros tendrá consecuencias sobre los presupuestos. Debido a las reformas ya iniciadas por la mayoría de los Estados Miembros, en general sólo las *tendencias demográficas* contribuyen ahora al aumento del gasto en pensiones en proporción al PIB.

### **C. Estructura actual de la provisión de pensiones**

5. En consonancia con el principio de subsidiariedad, le corresponde a cada Estado Miembro decidir sobre la estructura nacional de la provisión de pensiones que corresponda a sus necesidades particulares. Por consiguiente la relativa importancia de los tres tipos de pensiones en cada Estado Miembro variará de forma considerable, y dependerá de la estructura jurídica respecto de la provisión de las pensiones y de la medida en que influyen otros factores, como la existencia de desgravaciones fiscales. De la misma manera, la naturaleza de estos tres tipos puede ser muy distinta entre los diversos países. Por ejemplo, en Finlandia, el tipo 1 está compuesto por los planes de pensiones estatales estatutarios y por los planes de pensiones laborales estatutarios, que están parcialmente respaldados <sup>(8)</sup>. En Francia hay un tipo 2 obligatorio muy importante, que está administrado por un sistema básico de retención directa. En el Reino Unido, hay un plan obligatorio de complemento de tipo 1 <sup>(9)</sup> relacionado con las ganancias, mientras que los planes de tipo 2 no son obligatorios a nivel nacional. En Alemania, Austria, Luxemburgo y, en menor medida, Suecia, una gran proporción de las pensiones complementarias se suministra mediante planes no respaldados de reservas contables de los empleados. En cambio, los planes de reservas contables ya no se permiten en España.

6. En general, los trabajadores de la UE dependen de una serie de fuentes distintas para la provisión de ingresos en la jubilación. En términos económicos generales, pueden describirse de la siguiente manera:

Tipo 1	pensiones de la seguridad social de porcentaje fijo (retención directa)
	rentabilidad definida relacionada con los ingresos (retención directa / respaldado)
Tipo 2	planes de pensiones laborales (retención directa / respaldado)
Tipo 3	planes de pensiones de ahorro <sup>(10)</sup> basados en los seguros de vida (principalmente)

La siguiente tabla muestra la actual dependencia sobre los planes de tipo 1. En comparación, los planes de tipo 2 constituyen sólo el 7% del total de los pagos.

<i>Tipo de plan</i>	<b>%</b>
Tipo 1: Retención directa <sup>(11)</sup> .	88,8%
Tipo 2: Respaldado, reservas contables, planes de seguros	7%
Tipo 3: Pensiones personales	0,9%
Otros: Plan de ingresos garantizados, comprobación de los recursos económicos de la persona, programas de desgravación leve	3,3%

*Fuentes de pago en toda la UE, en % de los pagos totales (1994; excepto Austria, Finlandia y Suecia).*

*Fuente de datos: EUROSTAT*

### 7. *Tipo 1*

Este plan es el plan estatal básico, y participar en él suele ser obligatorio. Los planes están financiados sobre una base de retención directa, en la que las cotizaciones de los trabajadores actuales se utilizan para costear los pagos de las pensiones de los ya jubilados. Estos pagos de pensiones están garantizados por el Estado, y el plan está administrado por un organismo público. Los beneficios de las pensiones se calculan sobre una base con una fórmula fijada de antemano, y normalmente dependen de los años de trabajo (y por tanto de cotización). Los ingresos por pensiones en la jubilación generalmente están indexados con la inflación o con el sueldo actual. La relación entre las cotizaciones realizadas durante la vida laboral y los beneficios recibidos tras la jubilación varía mucho de un sistema a otro. Los planes básicos en algunos Estados Miembros proporcionarán una pensión sin relación alguna con los ingresos durante la vida laboral. En dichos sistemas puede existir un plan de tipo 1 relacionado con el sueldo para completar las pensiones; las cotizaciones dependerán del sueldo, y los beneficios se calcularán de acuerdo con esos ingresos <sup>(12)</sup>.

*Ventajas:*

- Cobertura prácticamente universal.
- Solidaridad en cada generación y entre generaciones.
- Mitiga la pobreza en la tercera edad y evita que las personas mayores sufran algunos de los problemas económicos relacionados con la longevidad.
- Contribuye al bienestar social.
- No hay discriminación de la circulación laboral, entre empleos tanto en el seno de un Estado Miembro como entre distintos Estados Miembros.
- Está asegurado contra la inflación; evita las consecuencias de los riesgos de las inversiones.
- No tiene gastos de venta.

*Desventajas:*

- Vulnerable al riesgo de los cambios de la población, que pueden hacer que los actuales niveles de beneficios sean imposibles de mantener.
- Como los planes de retención directa no tienen un fondo subyacente, son vulnerables a los cambios de la normativa. Los gobiernos pueden decidir cambiar la base sobre la que se calculan los beneficios, lo que puede crear incertidumbre respecto de la suficiencia de los beneficios en el futuro.
- En los casos en que la financiación se obtiene de los trabajadores, podría distorsionarse el mercado laboral, porque haya un sentimiento de que se fijan unos impuestos sobre los empleos.
- No hay posibilidad de flexibilidad individual en el ciclo de cotizaciones.

8. *Tipo 2*

La Tabla I muestra la situación actual de cobertura de los planes complementarios de tipo 2. La gran variedad de sistemas entre los Estados Miembros se ilustra con un ejemplo: en Francia, el plan obligatorio de tipo 2 es de retención directa y su cobertura es de aproximadamente del 90% de aquéllos que trabajan en el sector privado, y constituyen el 21% de todos los pagos de pensiones; en Italia, en cambio, la cobertura de los planes complementarios es del 5% en los trabajadores del sector privado, y constituye el 2% del pago total de las pensiones; en los Países Bajos, los planes de tipo 2 representan casi un tercio de todos los pagos de pensiones.

Los planes de pensiones de esta categoría generalmente están vinculados al empleo o al ejercicio de una profesión (un “plan laboral” o “plan de toda la industria”). La participación en estos planes está limitada a aquéllos que trabajan en sectores, industrias, profesiones o empresas concretas, y se crearán como resultado de un acuerdo entre los miembros sociales o por referencia a, por ejemplo, las pautas de una industria concreta. Los planes de tipo 2 están administrados por organismos privados, y los beneficios no están garantizados por el Estado. Las aportaciones se fijan respecto de los ingresos, y el pago de dichas aportaciones suele compartirse entre los patrones y los empleados. Con excepciones notables <sup>(13)</sup>, los planes de tipo 2 generalmente están respaldados, con las aportaciones acumuladas e invertidas con el fin de proporcionar beneficios en el futuro, en lugar de pagar beneficios a aquéllos que ya se han jubilado. El análisis en esta sección se centra sobre los planes

respaldados. El vínculo entre las aportaciones y los beneficios es mayor en los planes de aportación definidos, que proporcionan beneficios de acuerdo únicamente con las ganancias de los activos invertidos. Las ganancias de la parte del fondo de un miembro en concreto dependerán de la elección de la inversión, y los beneficios últimos de la pensión dependerán del valor del fondo del miembro en el momento de su jubilación. Por otra parte, los planes de beneficios respaldados y definidos conservan vestigios de solidaridad, en cuanto a que permiten algo de redistribución de ingresos entre los miembros del plan. En planes de rentabilidad definida el patrón garantizará realmente un nivel de beneficios relacionado con los ingresos del empleado en el momento de su jubilación o cerca de ésta.

#### *Ventajas*

- Existe cierto vínculo entre las aportaciones y los futuros beneficios, en particular para planes de aportación definidos, que permitan a los trabajadores distinguir entre las aportaciones recaudadas para la provisión de pensiones y los impuestos generales recaudados para pagar otros beneficios sociales.
- Son muy resistentes a los cambios demográficos.
- Planes de aportación definida: los beneficios están directamente vinculados con el rendimiento del fondo de inversión.
- Planes de rentabilidad definida: la garantía del patrón protege contra caídas del valor de los activos. También conservan cierto grado de solidaridad.
- Los planes voluntarios no distorsionan el mercado laboral.

#### *Desventajas*

- La cobertura no es universal en todos los Estados Miembros.
- En algunos Estados Miembros los períodos de franquicia (durante los cuales un empleado no ha acumulado suficientes años de servicio como para tener derecho a una pensión) son muy largos.
- Hay una resistencia a que se produzca un consociamiento completo de los riesgos, lo que dificulta que se consiga un tratamiento igual para hombres y mujeres. (Por ejemplo, si la pensión se paga en una suma global, la falta de igualdad podría producir pagos anuales más bajos debido a la mayor longevidad de la mujer).
- Planes de rentabilidad definida: el enfoque que se dé a la valoración de los beneficios de las personas que se van antes de tiempo puede obstaculizar la circulación laboral entre firmas tanto en un Estado Miembro como entre distintos Estados Miembros (véase el Capítulo V). Pueden discriminar a los trabajadores que pidan excedencias. También se ha indicado que podrían disuadir de contratar a trabajadores mayores.
- Planes de aportación definidos: el riesgo de las inversiones lo asume el socio del plan.
- Planes de rentabilidad definida: en los casos en que el patrón da una garantía, la insolvencia del patrón haría que se perdiera tal garantía, lo que causa que el plan sea vulnerable a las fluctuaciones de los valores de las inversiones (aunque el plan esté protegido y sea independiente de los propios fondos del patrón).
- En los planes de rentabilidad definida relacionados con el sueldo las responsabilidades dependen de factores externos como la inflación, y en especial, los movimientos salariales.
- Los planes obligatorios pueden distorsionar el mercado laboral.

- No hay garantía alguna contra los efectos de la inflación.
- Los beneficios de las inversiones pueden no cumplir con las expectativas.

#### 9. *Tipo 3*

Los planes de tipo 3 pueden utilizarse para complementar los tipos 1 ó 2, o ambos. Tiene muchas de las características de los planes de aportación definida de tipo 2, aunque la participación no está relacionada con el trabajo o con el ejercicio de una profesión, y se acuerda individualmente por contrato directamente con un proveedor de este tipo de producto, normalmente una compañía de seguros de vida. Las aportaciones de una persona se acumulan e invierten, y el fondo resultante se utiliza más adelante para dar beneficios de pensiones a la persona en cuestión.

#### *Ventajas*

- Si el rendimiento de las inversiones de los activos subyacentes es bueno, las pensiones podrán mejorarse.
- Hay flexibilidad en cuanto a las aportaciones. Pueden adaptarse a las excedencias y a períodos de trabajo a tiempo parcial.
- Estos planes son resistentes a los cambios demográficos.
- Son neutrales con respecto a los cambios de empleo.
- Si el plan es un programa de pensiones de seguros de vida, el titular del programa tendrá derecho en principio a recibir beneficios de la libertad de provisión de beneficios según la *Third Life Assurance Directive* (tercera directiva de los seguros de vida), y por tanto a elegir un plan de cualquier proveedor establecido en cualquier Estado Miembro. Sin embargo, los aspectos fiscales y de control, que pueden tener efectos sobre este plan, se analizan en los Capítulos IV y V.

#### *Desventajas*

- Puede que el rendimiento de las inversiones no cumpla las expectativas.
- No hay garantía contra los efectos de la inflación.
- No hay solidaridad alguna en una generación o entre generaciones.
- Coste: el coste de las ventas suele ser mayor que en los planes de tipo 1 y 2.
- El éxito depende en parte de las desgravaciones y exenciones fiscales.
- Existe el riesgo de que se le vendan a una persona productos inadecuados.

#### 10. *Planes de grupo*

Los proveedores de seguros de vida desempeñan un papel importante en la provisión de pensiones. Puede ser mediante pensiones personales, como se ha descrito con anterioridad. Del mismo modo, las aseguradoras pueden proporcionar la gestión de fondos de pensiones de grupos en nombre de los administradores de dicho plan de pensiones. Un arreglo de esta naturaleza se considera de tipo 2. Otra opción es que los administradores de los planes pidan a una compañía de seguros de vida que administre el plan sobre la base de un acuerdo de grupo. Sería un “plan de grupo”, y también corresponde al tipo 2. Otra opción más sería un plan de pensiones personal de grupo que, aunque esté organizado por un patrón, es una colección de planes de pensiones personales individuales (14).

11. *Últimas reformas en los Estados Miembros*

A lo largo de la última década, más o menos, varios Estados Miembros han introducido reformas para reducir el impacto de los cambios demográficos sobre la provisión de las pensiones públicas. Estas reformas se han logrado de diversas maneras. Con el fin de mantener el nivel de los beneficios, determinados Estados Miembros han aumentado las cotizaciones a la seguridad social. Sin embargo, dados los altos índices de cotización en muchos Estados Miembros, la contención de los gastos será probablemente el instrumento primordial para garantizar la viabilidad de las pensiones. Ya se han tomado medidas para reducir los beneficios, como por ejemplo, cambiar las fórmulas de indexación de los beneficios (ej. de un vínculo con el sueldo a uno con los precios); posponer la edad de jubilación y por tanto aumentar los años de cotización y reducir los años en que se recibirá una pensión; reducir la proporción de los beneficios de las pensiones respecto de los ingresos durante la vida laboral (la relación de sustitución); calcular los beneficios relacionados con el sueldo sobre períodos más largos en vez de sobre los últimos años trabajados; reducir los incentivos a las jubilaciones anticipadas.

12. Otra opción sería la de desarrollar un plan estatal respaldado paralelo al plan estatal de retención directa. En Suecia, las aportaciones obligatorias para las pensiones se pagan actualmente al plan de retención directa; no obstante, una vez que se ponga en marcha la nueva legislación, el 2% deberá pagarse a un plan estatutario respaldado. Una mayor reforma sistemática de la financiación de los planes de pensiones públicos sería la transformación de la retención directa en respaldo. Aunque esta posibilidad se ha tratado a fondo, hay dificultades para llevarla a cabo en el caso de sistemas de pensiones desarrollados y maduros, como los más usuales en la UE, y en la resolución de las obligaciones futuras ya “compradas” por trabajadores no jubilados. Este tema se trata en la Comunicación de la Comisión sobre la mejora de la protección social en Europa (15).

Una opción que se está estudiando, y cuyo proceso ya ha comenzado, es que los Estados Miembros puedan, progresivamente, introducir reformas que favorezcan más el desarrollo de planes complementarios privados y respaldados. En cualquier caso, el nivel de las aportaciones no parece que vaya a descender de forma dramática porque: no sólo será necesario pagar las pensiones de las personas ya jubiladas, sino que los sistemas estatales de retención directa seguirán siendo parte fundamental de la estructura social de la Unión. Los planes privados respaldados están bien implantados en varios Estados Miembros como el Reino Unido, los Países Bajos, Dinamarca e Irlanda. Las nuevas leyes de otros Estados Miembros, como Italia y más recientemente Francia, proporcionan una oportunidad para que se produzcan más cambios en este campo.

14. En resumen, el aumento de la dependencia sobre los planes respaldados de tipo 2 y 3 conllevaría una transmisión parcial de la responsabilidad de la provisión de pensiones de jubilación, de los gobiernos hacia los patrones y sus empleados, y hacia las personas mismas. Las consideraciones económicas apuntan a que lo más apropiado serían unos sistemas de pensiones (una combinación de estatales y complementarios) que incorporasen elementos tanto de retención directa como de respaldo, ya que están sujetos a distintos riesgos y producen distintos beneficios. No obstante, a medida que aumenta la importancia

de los planes de pensiones complementarios como porcentaje del total de los ingresos en la jubilación, será cada vez más importante que los gobiernos procuren un entorno seguro para el funcionamiento eficaz de los planes complementarios respaldados. El papel que podría desempeñar el Mercado Único se analiza en el próximo capítulo.

#### **D. Conclusión**

15. Los cambios demográficos en todos los Estados Miembros han provocado que se lleve a cabo un estudio de sus consecuencias sobre la financiación de los planes de pensiones estatales. Las reducciones continuas de los beneficios y las restricciones del derecho a recibir una pensión para ayudar a garantizar la viabilidad de los planes públicos de retención directa es una opción que ya están poniendo en marcha muchos Estados Miembros, aunque hay más medidas que tomar. Pero esto tendrá consecuencias negativas sobre los niveles totales de ingresos en la jubilación. Por esta razón, se espera que continuará la tendencia hacia el desarrollo de planes respaldados de tipo 2 y 3.

Debe quedar claro, no obstante, que el desarrollo de planes respaldados en la UE no proporcionará por sí mismo una solución a los problemas actuales de los sistemas de retención directa. La viabilidad de estos planes podrá lograrse sólo mediante reformas internas adicionales. Los planes respaldados pueden facilitar la reforma de los sistemas de retención directa pues proporcionarían unos beneficios que compensarían la reducción de los beneficios de los planes de retención directa.

## **Capítulo II: Provisión de ingresos en la jubilación y Mercados de capitales de la UE**

### **A. Tamaño de los fondos de pensiones de la UE**

16. Los activos totales en la UE de los fondos de pensiones de tipo 2 suman 1.198 billones de ECU, de los que la mayoría corresponden al Reino Unido (717 billones de ECU, o el 65% del total) (Tabla II). De hecho, los dos Estados Miembros con los fondos mayores, el Reino Unido y los Países Bajos (216 billones de ECU), juntos representan el 89% de los activos totales de los fondos de pensiones de la UE. En comparación, los fondos de pensiones de otros Estados Miembros son relativamente pequeños, lo cual refleja el hecho de que o bien no están respaldados, no son de retención directa o no están basados en reservas contables, o bien tienen una cobertura muy pequeña (véase la Tabla I). La importancia de los planes respaldados del Reino Unido y los Países Bajos se ve de nuevo en el porcentaje del PIB que representan (79% y 88% respectivamente), mientras que en otros Estados Miembros estas cifras son inferiores. La media en la UE es del 20% del PIB. En comparación, los fondos de pensiones de tipo 2 en EEUU suman 3.546 billones de ECU (60% del PIB) y en Japón 1.800 billones de ECU (45% del PIB).

17. Los activos totales de las compañías de seguros de vida de la UE son casi un 50% mayores que los fondos de pensiones de tipo 2 (1.600 billones de ECU) (Tabla III). Esta cifra incluye los programas de pensiones de tipo 3 pero se compone principalmente de todos los planes de ahorro de los seguros de vida (que no están específicamente destinados a proporcionar una pensión) y de los seguros de vida sin un elemento de ahorro (por ejemplo, vinculados a una hipoteca). Una vez más el Reino Unido tiene los mayores fondos (564 billones de ECU - 67% del PIB), seguido de Alemania (380 billones de ECU - 21% del PIB), Francia (317 billones de ECU - 30% del PIB) y los Países Bajos (138 billones de ECU - 46% del PIB). Los incentivos fiscales proporcionados por cada Estado Miembro son un factor determinante para calcular el tamaño y el crecimiento de estos fondos.

18. Es difícil hacer previsiones sobre el posible crecimiento de los fondos de pensiones y los fondos de los seguros de vida relacionados con las pensiones. Gran parte de este crecimiento dependerá de las normas que obliguen a los patrones a proporcionar cobertura (tipo 2) y de la medida en que se fomenten estos fondos mediante desgravaciones y exenciones fiscales (tipos 2 y 3). Hasta ahora, los planes de tipo 2 cubren al 22% de la población trabajadora de la UE, y constituyen sólo el 7% de las pensiones totales pagadas a las personas cubiertas por este tipo de pensiones. Incluso si los planes de tipo 2 en todos los Estados Miembros crecen hasta suponer sólo la mitad de la cobertura de los Países Bajos y el Reino Unido (los Estados Miembros que tienen actualmente la mayor cobertura, y ésta sigue aumentando) estos fondos llegarían a los 3.000 billones de ECU. Si crecen hasta alcanzar la misma cobertura de los Países Bajos y el Reino Unido alcanzarían los 5.000 billones de ECU. De la misma manera, con una fiscalidad favorable, los fondos de los planes de tipo 3 podrían también crecer rápidamente pues más personas decidirían aumentar su confianza en los planes de pensiones individuales.

## **B. Cómo se invierten los fondos de pensiones y de los seguros de vida en la UE**

19. Los fondos de pensiones y las compañías de seguros de vida realizan inversiones con el fin de cubrir obligaciones futuras. El patrón de dichas inversiones varía sustancialmente de un Estado Miembro a otro. El Reino Unido y, en menor medida, Irlanda destacan por el alto porcentaje de activos en acciones (el 80% y el 55% respectivamente, frente al 52% en los EEUU) y el bajo porcentaje de bonos (véase la Tabla IV). En cambio, los fondos en la mayoría de los demás Estados Miembros confían mucho más en valores de renta fija, principalmente bonos del Estado (ej. el 75% en Alemania, el 67% en Francia), y mucho menos en acciones (11% y 14% respectivamente). En todos los Estados Miembros, las inversiones en bienes raíces y las colocaciones a corto plazo son relativamente pequeñas. Las proporciones entre activos extranjeros y nacionales también varían considerablemente. La mayor parte de los fondos de los Estados Miembros invierten menos del 10% en activos extranjeros. El Reino Unido y los Países Bajos destacan con un 30% y un 25% de sus activos invertidos en el extranjero.

20. El patrón de las inversiones actuales de los activos de las compañías de seguros de vida es similar al de los fondos de pensiones de tipo 2 (véase Tabla V). De hecho la mayor parte de los activos están colocados en valores nacionales de renta fija (principalmente estatales) (ej. el 75% del total en Alemania, el 70% en Francia e Italia). Los activos invertidos en acciones son mucho menos importantes (ej. Alemania 5%, Francia 18% y Países Bajos 12%). El Reino Unido es una excepción con casi un 50% invertido en acciones nacionales y un 10% en acciones extranjeras. La confianza en los valores de renta fija en el Reino Unido es mucho menor.

## **C. Beneficios de los activos de los fondos de pensiones**

21. Muchos estudios demuestran que, a largo plazo, las acciones han tendido a producir mayores beneficios que los bonos (véase Tabla VI), aunque esto podría evitarse en el futuro. La estrategia de inversión de un fondo de pensiones o de una compañía de seguros de vida y el equilibrio de la cartera de valores, entre acciones, bonos, bienes raíces y colocaciones a corto plazo, son los determinantes principales del índice de rentabilidad del total de los activos. Debido a la mayor volatilidad de las acciones, todas las cifras sobre índices de rentabilidad dependen del período sobre el que se mide dicha rentabilidad. A corto plazo, por lo tanto, las acciones darán un menor rendimiento que los bonos, o su valor podría disminuir. No obstante, algunos observadores creen que por los mayores beneficios asociados a las acciones a largo plazo, y dado que los fondos de pensiones requieren inversiones a largo plazo, hay margen para aumentar el índice de rentabilidad en algunos fondos de pensiones y de los seguros de vida de la UE; dichos fondos tienen en la actualidad un alto porcentaje de sus activos en bonos del Estado, y su rentabilidad podría mejorar si se aumenta la proporción de acciones en sus carteras de inversiones.

22. Es difícil obtener datos inequívocos sobre este supuesto de que poseer mayores cantidades de acciones aumente los beneficios. Cualquier período que se seleccione es arbitrario. En todo caso, en el período 1984-93 (Tabla VII) los fondos de pensiones en el

Reino Unido e Irlanda, con importantes cantidades de acciones en propiedad, tuvieron altos índices de rentabilidad reales (un 10,2% y un 10,3% respectivamente). Los Estados Miembros con aproximadamente un tercio de sus activos en acciones tuvieron índices de rentabilidad más bajos (Suecia 8,1%, Países Bajos 7,7%, Bélgica 8,8%). Los Estados Miembros con la menor proporción de acciones en sus carteras de inversiones y un alto porcentaje de bonos del Estado tuvieron la rentabilidad más baja (Alemania 7,1%, España 7,0% y Dinamarca 6,3%, esta última en parte como resultado de los impuestos sobre el tipo de interés real). Otras fuentes en otros períodos no producen sin embargo resultados tan claros.

#### **D. Consecuencias de las diferencias de los índices de rentabilidad**

23. El apartado anterior mostraba diferencias significativas en los índices de rentabilidad reales de los fondos de pensiones y de los fondos de los seguros de vida en la UE, con más de seis puntos porcentuales de diferencia entre el peor y el mejor rendimiento a lo largo del período 1984-93. En un plan respaldado, los beneficios deben ser lo suficientemente altos como para contrarrestar los efectos de la inflación del sueldo a largo plazo. Un aumento del índice de rentabilidad anual en, digamos, 2 ó 3 puntos porcentuales puede suponer una enorme diferencia a lo largo de toda la vida laboral, y por tanto no debería subestimarse.

Fijemos el objetivo en una pensión complementaria del 35% del sueldo sobre una base de una vida laboral de 40 años. Si el índice de rentabilidad real de los activos es del 6%, el coste es del 5% del sueldo: en caso de que todas las demás condiciones sean las mismas, si el índice de rentabilidad real es del 4%, el coste es del 10% del sueldo, y si el índice de rentabilidad es de sólo el 2% el coste es del 19% del sueldo. Unos bajos índices de rentabilidad de los activos de los fondos de pensiones y de los seguros de vida supondrán por tanto:

- o bien aportaciones mucho mayores por parte de empleados y patronos: esto afectará a los costes laborales indirectos, y en consecuencia tendrá un impacto negativo sobre la capacidad de la UE de crear puestos de trabajo;
- o bien pensiones mucho menores para las mismas aportaciones y por tanto mayor presión sobre el gasto estatal en planes de tipo 1.

Debe hacerse hincapié sobre el hecho de que la Comisión no defiende ninguna estrategia de inversión en concreto para los fondos de pensiones. Es responsabilidad de los gestores de los fondos determinar la mejor estrategia de inversión para el beneficio último de los pensionistas, sujeta únicamente a la supervisión prudencial pertinente. Este Libro Verde estudia el papel que podría desempeñar el Mercado Único en el futuro para potenciar las posibilidades de inversión de los gestores de los fondos mientras mantiene un control prudencial adecuado. Analiza si las actuales normas de supervisión prudencial en algunos Estados Miembros son desproporcionadas, en cuanto a si sobrepasan lo objetivamente necesario para garantizar la seguridad de los fondos, y al mismo tiempo previenen el desarrollo de un verdadero Mercado Único en fondos de pensiones para el beneficio de los

pensionistas y los futuros pensionistas (véase el Capítulo III). Antes, sin embargo, examina algunas de las técnicas de gestión y supervisión de los activos que sean consecuentes con los fondos de pensiones de un Mercado Único.

#### **E. ¿Pueden obtenerse mayores beneficios sin correr riesgos innecesarios?**

24. Debido a que sus obligaciones son a largo plazo, los fondos de pensiones y de los seguros de vida pueden permitirse aprovechar la mayor rentabilidad que en general ofrecen las acciones y las colocaciones a largo plazo. No obstante, se reconoce que las acciones conllevan un mayor riesgo que los bonos, especialmente los bonos del Estado, y que los bonos a largo plazo tienen un riesgo mayor que los bonos a corto plazo *(16)*.

25. Evidentemente, no sería prudente buscar sólo altos índices de rentabilidad sin tener en cuenta el factor riesgo. Muchos de las disposiciones de los Estados Miembros se centran en controles prudenciales diseñados para reducir los riesgos a los que son susceptibles los fondos.

26. Los defensores de las técnicas modernas de gestión de riesgos sugieren que dichas técnicas permiten a los gestores de los fondos controlar los riesgos mientras invierten en activos con mayor volatilidad pero también con mayores índices de rentabilidad. Estas técnicas tienen como objetivo conseguir los beneficios de la prima de riesgo de las acciones y al mismo tiempo evitar niveles excesivamente altos de volatilidad. A la hora de evaluar los riesgos y tomar decisiones para la asignación de los activos, es más adecuado centrarse en la relación entre activos y obligaciones, que sólo en los activos. Por ejemplo, los fondos tenderían a liquidar los activos progresivamente para hacerlos coincidir con la fecha de vencimiento de la obligación, lo que evitaría los efectos de mercados bajistas o subidas de los tipos de interés en el último momento. Por consiguiente, los diferentes fondos de pensiones (ej. planes jóvenes con muchas aportaciones relacionadas con los pagos, o planes antiguos con muchos pagos relacionados con las aportaciones) deberían adoptar distintas estrategias de inversión porque sus perfiles activos/obligaciones son diferentes. De esta manera pueden maximizar los beneficios con un aumento mínimo del riesgo.

27. Fundamentalmente, la gestión activos/obligaciones pretende concentrar las carteras de valores sobre activos a largo plazo con la rentabilidad más alta, y compensar el aumento del riesgo mediante la utilización, de forma consociada, de activos cuyos beneficios estén imperfectamente correlacionados (diversificación). Así, un activo con gran rentabilidad pero con un riesgo elevado (es decir, volátil) puede compensarse mediante otro activo con gran rentabilidad y riesgo elevado, si estos riesgos no se correlacionan positivamente.

28. Se dice que diversificar los activos es de hecho una actitud prudente, porque concentrarse demasiado sobre un activo concreto puede aumentar los riesgos y reducir los índices de rentabilidad. Incluso los bonos del Estado pueden fluctuar con los cambios de los tipos de interés y las previsiones de inflación. Por lo tanto, la excesiva concentración de una cartera de valores sobre activos como los bonos del Estado, que se consideran “seguros”, puede en realidad aumentar los riesgos en comparación con una cartera de

valores diversificada, sin obtener mayores beneficios (17). La inversión en una selección de mercados imperfectamente correlacionados proporcionará a los gestores de los fondos una variedad de inversiones diversificadas, y reducirá potencialmente los riesgos de una excesiva concentración en activos en una sola moneda. Un comentarista concluye:

“Las restricciones que imponen límites arbitrarios sobre la tenencia de activos según el tipo de activo, el país o la moneda en que se distribuyan son contrarias al principio de prudencia porque limitan gravemente la posibilidad de diversificar los riesgos. Estas restricciones fuerzan a los fondos de pensiones a asumir más riesgos, al tiempo que sacrifican posibles beneficios, y a llevar a cabo programas de inversión que a largo plazo son perjudiciales para sus miembros (18).”

29. Este enfoque de la gestión activos/obligaciones constituye la base de la técnica de gestión y supervisión del “hombre prudente” utilizada en algunos Estados Miembros. Juzgan la viabilidad financiera del fondo de pensiones o de la compañía de seguros de vida mediante la valoración del emparejamiento de sus activos financieros y sus obligaciones a lo largo de la duración prevista del plan, teniendo en cuenta aspectos pertinentes como el tipo de plan, su tamaño, su desarrollo y el tipo de financiación que utiliza, y el volumen y naturaleza de las obligaciones del fondo. Al aplicar dichos principios de gestión activos/obligaciones, los gestores también trabajarán dentro de cualquier principio de inversiones impuesto, por ejemplo, por los administradores o la junta. No es una supervisión de mínima intervención estatal. Al contrario, impone a los supervisores la obligación de garantizar que las respectivas tareas del gestor y del administrador/custodio/depositario se cumplen de manera que se garantice, a su vez, que los beneficios de los miembros del plan están seguros.

30. El papel de la autoridades supervisoras debería ser más dinámico si el objetivo es lograr un enfoque cualitativo de las inversiones de los activos de los fondos de pensiones. Así los criterios cuantitativos serían mucho menos importantes. A la hora de analizar la salud financiera de un fondo, los supervisores se centrarían de forma separada en sus obligaciones a corto y largo plazo y en su horizonte de inversiones, el tipo de financiación con respecto a las obligaciones y la necesidad de que la estructura de obligaciones concreta fuera emparejada con una estructura de activos pertinente por medio de un enfoque aceptable de gestión activos/obligaciones.

## **F. ¿Cómo podrían los Mercados de capitales de la UE absorber futuros aumentos de las inversiones de los fondos de pensiones y de los seguros de vida de la UE?**

31. El desarrollo de planes complementarios respaldados en la UE aumentará la cantidad de activos financieros disponibles para la inversión. Este crecimiento será muy significativo, pero gradual. Este apartado analiza los efectos positivos que podría tener la creación de un verdadero Mercado Único para aumentar la liquidez y reducir los costes de los fondos de pensiones. También examina los cambios estructurales de los mercados de capitales de la UE que probablemente se producirían como resultado del incremento de las inversiones por parte de los fondos de pensiones.

32. No es probable que la oferta de bonos del Estado iguale el crecimiento de los activos financieros de los fondos de pensiones.

Otros vehículos para realizar inversiones son principalmente acciones y bonos de empresas. Es previsible que ambos desempeñen un papel más importante en los mercados de capitales de la UE en el futuro. En el mercado estadounidense la capitalización con respecto al PIB es mucho mayor (EEUU: 68%; UE:32%) (véase la Tabla VIII) y el aumento paulatino de los activos de los fondos de pensiones lo han absorbido con éxito los mercados de capitales para proporcionar pensiones adecuadas.

Debido a que los fondos de pensiones tendrán que encontrar nuevas salidas para las inversiones, las acciones del sector privado podrían, paulatinamente, convertirse en una de las salidas posibles para muchos fondos. No obstante, la privatización de empresas estatales probablemente representará una proporción relativamente pequeña del total del mercado. Asimismo, en algunos Estados Miembros, EASDAQ y los mercados de valores para participaciones de empresas pequeñas podrían complementar las emisiones convencionales de acciones disponibles para la inversión de los fondos de pensiones y de los seguros de vida. Además algunas empresas de la UE podrían emitir nuevas acciones que reemplazarían hasta cierto punto las fuentes tradicionales de financiación de las empresas en Europa.

Un área adicional a desarrollar en la UE, como alternativa a las acciones en circunstancias adecuadas, es el mercado de bonos de empresas. El mercado para los bonos de empresas está muy poco desarrollado en la UE en comparación con los EEUU, en donde el mercado es más de 7 veces mayor. Si en la UE se copia la experiencia de los EEUU, puede preverse que el tamaño del mercado de bonos de empresas crecerá significativamente.

33. Los mercados de capitales se adaptarán para incorporar estos fondos. Parte de este capital puede salir fuera de la UE, aunque las prácticas normales de gestión de los activos supondrán que la mayor parte de éstos permanezca dentro de la UE (19). Sin embargo, si los mercados de capitales de los Estados Miembros se mantienen separados, serán menos líquidos y menos capaces de incorporar bien estos fondos. Por lo tanto, los obstáculos para los movimientos de capital que no estén justificados objetivamente sobre una base prudencial, reducirán la eficiencia de este proceso. La *Investment Services Directive* (directiva de los servicios de inversiones) (20) ya ha levantado muchas de las barreras que impedían el buen funcionamiento de los mercados de capitales de la UE. Asimismo, la tercera etapa de la Unión Económica y Monetaria ayudará en este proceso pues eliminará los riesgos del cambio para inversores que inviertan en acciones emitidas en otras monedas de los Estados Miembros que participen en esta Unión. La existencia de la moneda única reducirá también otros obstáculos, como los costes de las transacciones y los retrasos en la ejecución de decisiones de inversión; además debería contribuir al aumento de la actividad inversora. El Capítulo III examina las normas prudenciales restantes, aplicadas por los Estados Miembros, que son un impedimento para la libertad de movimiento del capital y cuestiona si están justificadas objetivamente.

34. La competencia entre instituciones financieras y centros financieros en la UE, junto con el crecimiento de los activos financieros disponibles para las inversiones, harán que mejore el mercado de capitales de la UE, pues reducirán los costes y aumentarán la liquidez. La Unión Económica y Monetaria europea reforzará estos resultados, lo que proporcionará la oportunidad de que se produzca un desarrollo aún mayor de un mercado de capitales en toda la UE.

***Pregunta:*** *La Comisión pide que se expresen los puntos de vista respecto de este capítulo.*

## **Capítulo III: Normas prudenciales adecuadas para un Mercado Único**

### **A. Tarea de supervisión de los fondos de pensiones y de los seguros de vida y de los gestores de los fondos**

35. Está claro que los fondos de pensiones y de los seguros de vida y los gestores de dichos fondos deben estar sujetos a una supervisión prudencial. Los consumidores (es decir, los futuros pensionistas) deben recibir protección en un campo en el que tienen escasos conocimientos. La supervisión debe garantizar que los gestores de los fondos llevan a cabo sus funciones de administración correctamente. Las medidas regulatorias respecto de los fondos de pensiones difieren mucho de un estado a otro. En algunos estados están cubiertos por disposiciones específicas para los fondos de pensiones; en otros, están regulados del mismo modo que las compañías de seguros de vida. Esto significa que están sujetos a los mismos requisitos mínimos de solvencia, normas en cuanto a las disposiciones técnicas y las restricciones de las inversiones y otras disposiciones, que las compañías de seguros de vida.

36. Aunque las legislaciones de cada país difieren entre sí, hay aspectos comunes en las medidas para su puesta en marcha.

- Se exige que una autoridad competente autorice o apruebe los fondos de pensiones.
- La autorización o la aprobación podrían depender del cumplimiento de determinados criterios, como la idoneidad y la aprobación de los gestores de los fondos y de los custodios/depositarios/administradores de los activos de los fondos; la forma jurídica del fondo.
- Se exige una supervisión prudencial del fondo, incluidas normas regulares de información y poderes de intervención, por parte de la autoridad supervisora.
- Existen unas normas prudenciales mínimas sobre la inversión de las aportaciones de los miembros, en especial se exige que se inviertan de manera prudente.

***Pregunta:** ¿Están de acuerdo las partes interesadas en que estos puntos proporcionan una base de regulación adecuada?*

### **B. El efecto de las normas excesivas sobre las inversiones de los fondos de pensiones de tipo 2**

37. No existen en la UE normas específicas de armonización con respecto a las inversiones de los activos por parte de los fondos de pensiones más allá del principio de libre movimiento de capital <sup>(21)</sup>, y de las normas generales que se refieren a él. Estas normas están diseñadas para garantizar a todos los inversores, incluidos los planes de pensiones, la libertad para invertir donde quieran en la UE. El Tratado permite <sup>(22)</sup> que se impongan restricciones sobre las inversiones si éstas están justificadas sobre una base prudencial. Los Estados Miembros no pueden utilizar esta excepción de la libertad como medio para discriminar a activos extranjeros, ni como restricciones no prudenciales, disfrazadas, introducidas con otros motivos y para otros fines. Es más, el Tratado prohíbe <sup>(23)</sup> todo “acceso privilegiado”, a través de las administraciones centrales, regionales o locales, a

instituciones financieras, incluidos fondos de pensiones, mediante la imposición de requisitos mínimos para las inversiones, excepto por razones prudenciales. La Comisión está en proceso de tomar medidas contra los Estados Miembros que discriminen a activos extranjeros por razones no prudenciales.

38. Muchos Estados Miembros tienen normas restrictivas que generalmente fijan el porcentaje máximo de un fondo que puede encontrarse en un activo o en una moneda en concreto (véase la Tabla IX). Alemania es un buen ejemplo de estas normas, puesto que fija los siguientes niveles máximos de activos: un 30% en acciones, de las que un máximo de un 6% puede corresponder a acciones que no sean de la UE; un 25% en bienes raíces de la UE; un 6% en bonos de fuera de la UE; un 20% en activos extranjeros en conjunto; y un límite de un 10% en inversiones personales. Los fondos de pensiones en Estados Miembros con normas cuantitativas de este tipo tienden a tener una gran proporción de activos invertidos en bonos del Estado.

39. Las normas de los Estados Miembros que definen la supervisión adecuada pueden tener el efecto de frustrar el Mercado Único y las ventajas inversoras que éste podría acarrear. La Comisión cree que en muchos casos van más allá de lo objetivamente necesario para mantener una supervisión prudencial adecuada. Existen otras normas y técnicas prudenciales que son consecuentes con un Mercado Único y mantienen una seguridad prudencial equivalente. En concreto, las normas prudenciales de los Estados Miembros respecto de las carteras de inversiones pueden tener el efecto de obligar a los fondos de pensiones y de los seguros de vida a invertir grandes proporciones de sus activos en bonos del Estado de sus propios países. Aun así el patrón actual de inversiones de los fondos de pensiones en varios Estados Miembros en efecto no ha alcanzado los límites fijados por las normas. Por ejemplo, en Alemania los fondos de pensiones invierten únicamente el 6% en activos extranjeros (el máximo permitido es el 20%) y el 11% en acciones (el máximo permitido es el 30%) (24).

**Pregunta:** *La Comisión quisiera saber hasta qué punto las restricciones cuantitativas limitan realmente la estrategia de inversión de los fondos de pensiones, especialmente en los Estados Miembros en los que no se alcance la máxima proporción de acciones permitida.*

*¿Empezarán estas restricciones a tener mayores consecuencias sobre los planes de inversión si, como está previsto, los fondos disponibles para invertir aumentan considerablemente en el futuro y la oportunidad de invertir en bonos del Estado se ve restringida por la falta de oferta?*

40. En el pasado, la Comisión ha presentado dos veces una interpretación específica de las normas del Tratado para los fondos de pensiones: primero, en una Directiva preliminar (25) que se retiró porque las enmiendas propuestas por los Estados Miembros habrían legitimado las restricciones de los fondos de pensiones en lugar de liberalizarlos; y luego, en una Comunicación (26), anulada recientemente por la Corte Europea de Justicia sobre la base de que la Comisión pretendía imponer nuevas obligaciones vinculantes sobre los Estados Miembros (27).

La Comisión cree que los objetivos de la Directiva retirada y de la Comunicación aún deben buscarse, en un contexto más amplio: de hecho aún más en vista del aumento de la conciencia de la necesidad de reformar los sistemas de las pensiones con el objetivo de garantizar su viabilidad. Dichos objetivos de los programas pueden resumirse como sigue:

- libertad para los gestores de los fondos que estén autorizados, de acuerdo con la *Investment Services Directive* (directiva de los servicios de inversión), la *Second Banking Directive* (segunda directiva bancaria) o la *Third Life Insurance Directive* (tercera directiva de los seguros de vida) (28), a ofrecer servicios en toda la UE;
- libertad para invertir los activos de los fondos de pensiones según el principio del “hombre prudente”; diversificación de los activos, incluida la diversificación en activos en monedas distintas de la moneda en que estén establecidas las obligaciones de la institución; retirada de todos los requisitos, excepto por razones prudenciales justificadas, sobre los fondos de pensiones para invertir o dejar de invertir en determinadas categorías de activos, o para localizar sus activos en un Estado Miembro en particular. Toda restricción impuesta por razones prudenciales debe ser proporcional a los objetivos que podrían legítimamente buscar (29).

41. No se prevé que retirar las restricciones abra las compuertas para un estilo alternativo de gestión de los fondos. Los gestores de los fondos tardarían un tiempo en adaptarse a las nuevas estrategias de inversión; además, hay datos que indican que existe una propensión a invertir en el propio país así como medidas prudenciales normales que mantienen el grueso de los activos en la misma moneda que las obligaciones. Por consiguiente, a pesar de que no haya restricciones sobre las inversiones en acciones extranjeras, la proporción de dichas inversiones es únicamente del 25%-30% en aquellos Estados Miembros con los regímenes inversores más liberales. Asimismo, se ha constatado que los gestores de los fondos, en la actualidad, no aprovechan a menudo la libertad de inversión que tienen, por lo que no parece probable que se produzca una repentina carrera hacia la inversión en acciones.

**Pregunta:** *¿Están de acuerdo las partes interesadas en que el enfoque de las normas supervisoras de la UE descritas aquí podría proporcionar una seguridad prudencial adecuada y al mismo tiempo ofrecer la posibilidad de obtener mayores beneficios en el marco de un verdadero Mercado Único para los fondos de pensiones?*

### **C. Normas para las inversiones de los seguros de vida de tipo 3**

42. Al contrario de lo que ocurre con los planes de tipo 2, en los que no existe una armonización específica de la UE, las normas para los planes de seguros de vida de tipo 3 están armonizados según las disposiciones del Mercado Único (30). Una vez que una compañía de seguros de vida está autorizada y supervisada en un Estado Miembro, realmente cuenta con un pasaporte europeo y puede vender sus productos en otros Estados Miembros. Existe un campo igualitario para la competencia entre compañías en distintos Estados Miembros y los consumidores están protegidos.

43. Las normas de la UE relativas a las inversiones de las compañías de seguros de vida figuran en la Tabla X <sup>(31)</sup>. De especial importancia son las siguientes:

- Las inversiones se basarán en el principio del hombre prudente;
- Los Estados Miembros no exigirán a las compañías aseguradoras invertir en una categoría concreta de activos; y
- Los Estados Miembros no pueden obligar a una compañía de seguros a tener más del 80% de sus activos en la misma moneda en que estén sus obligaciones.

Una minoría de los Estados Miembros tienen un enfoque flexible de la supervisión, y las compañías aseguradoras de dichos estados tienen una gran proporción de activos en acciones, incluso en acciones extranjeras. La mayoría de los Estados Miembros, sin embargo, adoptan un enfoque cuantitativo de la supervisión, parecido al que utilizan para los fondos de pensiones de tipo 2 (véase la Tabla XI). De hecho, en dichos Estados Miembros la mayor parte de los activos de las compañías aseguradoras se encuentran en valores nacionales de renta fija (en Alemania el 75%, España 55%, Francia 68% e Italia 70%), a pesar de contar con un margen mayor, según las normas, para invertir en acciones y activos extranjeros (acciones o bonos, por ejemplo).

***Pregunta:** La Comisión quisiera saber en qué medida están de hecho restringidos, o tienen posibilidades de sufrir restricciones en el futuro, por las normas de sus países de origen, las estrategias de inversión de los fondos de los seguros de vida de los Estados Miembros que imponen límites cuantitativos. Asimismo quisiera saber si los límites cuantitativos impuestos por los Estados Miembros deberían modificarse de la manera descrita en el apartado B para los planes de tipo 2.*

#### **D. ¿Debería haber normas iguales en la UE para los planes de tipo 2 y 3?**

Este Libro Verde ha analizado las normas prudenciales relativas a las inversiones realizadas por los fondos de pensiones y de los seguros de vida (es decir, el lado de los activos del balance general). También hay dudas en cuanto a si los fondos de pensiones deberían estar sujetos a normas parecidas a las que existen para los seguros de vida en el lado de las obligaciones del balance general (en concreto, ¿hay necesidad de armonizar las disposiciones técnicas y el margen de solvencia del 4% de los propios fondos? <sup>(32)</sup>). Éste es el caso especialmente cuando están en competición directa, en particular cuando los patrones utilizan las compañías de seguros de vida para proporcionar pensiones relacionadas con el empleo (tipo 2) en la forma de “planes de grupo” que están sujetos a las normas armonizadas de los planes de tipo 3 <sup>(33)</sup> (véase la Tabla XII).

Con respecto a este punto, la organización que representa a las aseguradoras europeas (*Comité Européen des Assurances - CEA*) argumenta que los planes de pensiones de tipo 2 deberían estar sujetos a normas prudenciales equivalentes ya estén gestionados por un fondo de pensiones o por una compañía de seguros de vida. La Comisión considera que existen cuatro opciones:

- **Opción I:** hacer que los fondos de planes de tipo 2 estén sujetos a las normas que se aplican actualmente a los planes de grupo de los seguros de vida;
- **Opción II:** adaptar las normas actuales sobre el margen de solvencia de los planes de grupo de los seguros de vida a las medidas aplicadas en la actualidad al tipo 2;
- **Opción III:** definir nuevas medidas comunes en la UE tanto para los planes de tipo 2 como para los planes de grupo de los seguros de vida. La Comisión estaría interesada en recibir sugerencias concretas al respecto;
- **Opción IV:** aceptar las diferencias que existen actualmente porque de facto no llevan a una distorsión significativa de la competencia.

*Pregunta:* Antes de tomar una decisión, la Comisión quisiera conocer la opinión de las partes interesadas.

## **E. Gestores de los fondos**

45. De acuerdo con las bases del Tratado y de los criterios armonizados <sup>(34)</sup>, los gestores autorizados de los fondos ya tienen derecho a vender servicios de inversión en toda la UE. Estos gestores de fondos también tienen derecho a ofrecer sus servicios para gestionar fondos de pensiones en otros países. Las restricciones a esta libertad podrían actuar como impedimento para la mejora de la rentabilidad de las inversiones, e infringir las libertades otorgadas por el Tratado respecto de la libre provisión de servicios de gestión de inversiones en el Mercado Único <sup>(35)</sup>.

46. La gestión eficiente de una cartera de valores de una pensión implica una estrategia adecuada de diversificación de inversiones, que podría requerir un asesoramiento externo especializado. Los planes de pensiones deben ser capaces de acudir a las fuentes más adecuadas para recibir asesoramiento y servicios de gestión; dichas fuentes pueden ser gestores establecidos en algún otro Estado Miembro. Un gestor de fondos en otro Estado Miembro puede estar más familiarizado con las oportunidades de inversión en el extranjero tanto dentro de la UE como fuera de ella. No debería, pues, existir impedimento alguno para que los planes de pensiones puedan recurrir a estos servicios. La Comisión también considera que el aumento de la competencia podría resultar en menores precios de gestión o en una gestión más eficiente de estos fondos. Incluso la reducción de los costes o la mejora de la rentabilidad en un solo punto porcentual anual supone un enorme ahorro a lo largo de toda una vida laboral.

*Pregunta:* La Comisión quisiera conocer las opiniones sobre este tema, y también saber si algún impedimento actual supone una barrera hoy en día para la provisión de servicios por parte de gestores de fondos de pensiones al otro lado de las fronteras.

## **F. Cambios para el futuro**

47. Este Libro Verde ha sugerido que podría ser aconsejable que se produjeran cambios en las normas que rigen la supervisión prudencial de los fondos de pensiones y de los

seguros de vida. Si se tomara la decisión de realizar dichos cambios, la cuestión es cuál sería el mejor medio para llevarlos a cabo. Existen diversas posibilidades.

**Opción 1. Depender de la introducción del euro.** Esta opción reduciría el impacto de los requisitos del cambio de moneda para los Estados Miembros participantes. Todos los activos en cualquier Estado Miembro estarían automáticamente en la misma moneda. Además esta posibilidad no requiere esfuerzos legislativos o ejecutivos adicionales por parte de la Comisión. Sin embargo, no resolvería el problema de las normas cuantitativas injustificadas que limitan la inversión en determinados tipos de activos (ej. en acciones) y por tanto obligan de facto a los inversores a comprar bonos (del Estado). Tampoco ayudaría a resolver el problema de los fondos localizados en Estados Miembros que no participen en el euro, tanto en cuanto al cambio de moneda como en cuanto a los límites cuantitativos. No obstante, esta posibilidad podría combinarse con la segunda opción.

Paralelamente a la introducción del euro, los Estados Miembros podrían también llevar a cabo cambios unilaterales en sus disposiciones nacionales con el fin de facilitar gestiones más eficientes de los fondos de pensiones. Dichos cambios serían cosa de los Estados Miembros, y dependerían de su percepción de los que es más adecuado para su situación particular.

**Opción 2. Aplicar las libertades actuales del Tratado.** Esta opción dependería simplemente de las obligaciones creadas por las libertades actuales del Tratado relativas al movimiento del capital y a la provisión de servicios. La Comisión podría establecer directrices sobre cómo interpreta estas libertades básicas respecto de las inversiones de los fondos de pensiones y de los seguros de vida y la oferta de servicios por parte de los gestores de los fondos. Después analizaría, en el caso de cada Estado Miembro, tanto sus normas generales como sus decisiones en casos concretos, para determinar si estaban justificadas por razones prudenciales. En los casos en que las decisiones no estuvieran justificadas, la Comisión estaría obligada a abrir un expediente de infracción de acuerdo con el Tratado. La legislación se desarrollaría entonces para mostrar la interpretación práctica de las normas del Tratado. Este enfoque tiene, sin embargo, ciertas desventajas:

- se tardaría un tiempo para que la aplicación práctica de los principios jurídicos básicos quedase clara;
- podría conducir a una incertidumbre jurídica. Se produciría especialmente porque el derecho consuetudinario de antecedentes judiciales podría indentificar con facilidad los casos claramente abusivos, pero encontraría mayores dificultades a la hora de decidir sobre casos dudosos en los que la frontera entre las restricciones justificadas y las no justificadas no fuera simplemente una clara línea divisoria;
- se correría el riesgo de que la interpretación derivada de los precedentes jurisprudenciales judiciales, que están basados en procedimientos de confrontación en casos concretos, se volviese rígida. Podría no permitir que hubiese suficientes cambios y flexibilidad en el campo técnico y de rápida evolución de la supervisión financiera.

**Opción 3. Adoptar una Directiva.** Una opción alternativa sería la armonización mediante una Directiva que sentase los principios básicos. Permitiría que la interpretación de las

disposiciones del Tratado, por lo que se refiere a este campo técnico financiero, fuese realizada en cooperación con todos los socios. Una Directiva podría incorporar mecanismos para la cooperación, entre la Comisión y los supervisores nacionales, en la interpretación, y la puesta al día de acuerdo con las circunstancias cambiantes, de la aplicación práctica de las libertades básicas del Tratado para la supervisión de los fondos de pensiones y de los seguros de vida. La publicación de una opinión, resultante de dicha cooperación, sobre la interpretación y la aplicación de las Directivas podría producir transparencia y certidumbre. Esta opción ya se ha intentado con anterioridad, sin éxito. Están claras las dificultades para obtener un consenso, entre los Estados Miembros, sobre la legislación de la Comisión relativa a este campo; es posible que el aumento del interés respecto del papel de los planes complementarios respaldados pueda llevar a un mayor consenso.

***Pregunta:*** *La Comisión desearía conocer la opinión de las partes interesadas.*

## **Capítulo IV: Facilitar la libre circulación de los trabajadores**

### **A. Consideraciones generales**

48. El Artículo 51 del Tratado de la UE exige que se adopte una legislación comunitaria cuyo objetivo sea retirar todas las barreras en el campo de la seguridad social que impiden una circulación verdaderamente libre de los trabajadores.

Sobre la base de este artículo <sup>(36)</sup>, la Comunidad ya ha adoptado leyes (Disposiciones 1408/71 y 574/72 <sup>(37)</sup>) que en el campo de las pensiones estatutarias retiran los obstáculos para la circulación transfronteriza de los trabajadores. Estas leyes no son aplicables a los planes de pensiones complementarios.

Cada vez más personas altamente cualificadas hacen uso de su derecho a la libre circulación. Para esta categoría de personas, los planes de pensiones complementarios contribuyen sustancialmente a su protección social.

### **B. Obstáculos para la libre circulación de las personas relacionados con las pensiones complementarias**

49. En su Comunicación de julio de 1991 <sup>(38)</sup>, la Comisión inició un debate a nivel comunitario sobre el papel de los planes de pensiones complementarios y su impacto sobre la libre circulación.

Como continuación a esta comunicación, los servicios de la Comisión han estudiado en diversas ocasiones, junto con los representantes de los Estados Miembros, de los miembros sociales y de los fondos de pensiones, cómo retirar los obstáculos para la circulación transfronteriza de empleados y autónomos en la UE, en lo que a las pensiones complementarias se refiere.

Dada la naturaleza específica de muchos de los planes de pensiones complementarios y su extrema diversidad a nivel nacional en cuanto a su origen, su alcance laboral y material, así como sus formas jurídicas y técnicas, el sistema de coordinación actual creado para los planes estatutarios, no parece ser el mecanismo más apropiado para tratar el problema. Se necesita un enfoque más flexible.

50. En febrero de 1996 la Comisión decidió pedir a un *High Level Panel* (equipo de alto nivel) sobre la Libre circulación de las personas, presidido por la Sra. Veil, que diese una opinión entre otras cosas sobre las medidas a tomar con el fin de eliminar los obstáculos a la libre circulación de los trabajadores que surgen en el contexto de las pensiones complementarias.

El equipo presentó su informe en noviembre de 1996. Llegó a la conclusión de que se necesita una acción legislativa a nivel comunitario, pero que debía restringirse, al menos inicialmente, a un enfoque de tres puntas que abarcase los siguientes elementos:

- a) La conservación de los derechos adquiridos para miembros que suspendan su participación activa en un plan de pensiones complementario a causa de su traslado de un Estado Miembro a otro, al menos en la misma medida que para miembros que suspendan su participación en el plan pero que permanezcan en el Estado Miembro en cuestión.

Este punto específico está inspirado por un principio básico de derecho comunitario, a saber el de “tratamiento equitativo”. Esto significa que un trabajador que deje un plan de pensiones complementario para trabajar para otro patrón en otro Estado Miembro no debería perder los derechos que ya ha adquirido en el primer plan y que habría conservado si hubiese cambiado de patrón pero hubiese permanecido en el mismo Estado Miembro.

- b) Los pagos transfronterizos: los Estados Miembros deberían garantizar la aplicación de otro principio fundamental del Tratado (el de libre circulación de capital y de pagos) mediante la instauración de medidas que permitan los pagos en otros Estados Miembros de todos los beneficios debidos por los planes complementarios.
- c) Medidas que permitan a los trabajadores trasladados temporalmente por sus patrones a otros Estados Miembros permanecer afiliados a los planes de pensiones complementarios del país en el que trabajaban con anterioridad. A estos efectos, deberían eliminarse todos los obstáculos a la afiliación transfronteriza.

Como primer paso para lidiar con los obstáculos a la libre circulación que surjan en el campo de las pensiones complementarias, la Comisión tiene la intención de presentar, muy pronto, una propuesta para una Directiva acerca de los aspectos destacados en el informe del *High Level Panel*. Esta intención ya ha sido anunciada en la Comunicación de la Comisión sobre la mejora de la protección social en la Unión Europea.

51. La Comisión también está considerando la utilidad de crear un Foro de Pensiones Comunitarias, como sugirió el *High Level Panel*. Este Foro estaría constituido por los representantes de los Estados Miembros, de los miembros sociales y de los fondos de pensiones. Su cometido sería el de analizar las posibilidades existentes para resolver los problemas pendientes respecto de la circulación en el contexto de las pensiones laborales. Por ejemplo, mediante la conjunción de los diferentes grupos de interés, podría ser útil para encontrar soluciones al problema del no reconocimiento de los planes de pensiones entre los Estados Miembros. En general, su labor sería la de asesorar a la Comisión sobre la mejor manera de superar los restantes obstáculos a la libre circulación.

52. Como se ha indicado con anterioridad, quedan, sin embargo, varios obstáculos para la libre circulación, aparte de los que se tratarán con la propuesta de crear una Directiva. Los problemas encontrados pueden resumirse de la siguiente manera:

- condiciones de calificación onerosas para adquirir derechos de pensión complementarios, incluidos períodos de franquicia prolongados;

- dificultades con la capacidad de transferencia de los derechos adquiridos de pensión de un Estado Miembro a otro;
- dificultades fiscales relacionadas con la adquisición de derechos de pensión en más de un Estado Miembro;
- las desventajas específicas de cambiar de planes que surgen en el caso de que un trabajador, que no sea un trabajador trasladado temporalmente, vaya a trabajar sólo temporalmente a un Estado Miembro distinto del país en el que ha estado acumulando derechos de pensión.

53. *Condiciones de calificación para adquirir derechos*

La adquisición de derechos adquiridos a menudo tiene lugar después de varios años de empleo en una empresa (diez años según la legislación alemana) y a veces sólo en el momento de la jubilación. Todo cambio de empleo antes de adquirir un derecho adquirido supondrá que no se pagará pensión laboral alguna respecto de ese período de trabajo. Algunos planes de pensiones, no obstante, cubren a todos los trabajadores de una industria en concreto (ej. la industria de la construcción). En este caso, los cambios de empleo dentro de la misma industria y del mismo país no se penalizará con la pérdida de los derechos de pensión. Los cambios de empleo transfronterizos, sin embargo, sí implican un cambio a un nuevo plan de pensiones. Esto puede por tanto considerarse como un obstáculo a la circulación laboral transfronteriza.

54. La razón para esto es el impacto negativo, sobre la libre circulación, de los períodos prolongados de franquicia, bien porque un trabajador dude a la hora de dejar a su patrón original por miedo a perder los derechos que ha acumulado a lo largo de los años, o bien porque no le apetezca trasladarse a un Estado Miembro en el que los períodos de franquicia prolongados son la norma, puesto que se tarda demasiado tiempo en acumular el derecho a recibir una pensión. Por ejemplo, un trabajador migratorio italiano o español en Alemania puede tener que quedarse diez años para obtener un derecho adquirido bajo un plan de pensiones laboral en este país.

55. *Dificultades con la capacidad de transferencia de los derechos adquiridos de pensión de un Estado Miembro a otro, incluida la falta de mecanismos aprobados para reconocer los fondos de pensiones.*

En cuanto a la capacidad de transferencia, actualmente existen obstáculos para transferir derechos adquiridos a un plan en un Estado Miembro distinto de aquél en el que se han constituido. Estos obstáculos pueden estar en forma de disposiciones jurídicas o de normas de los planes.

Si una persona que deja un empleo ha obtenido un derecho adquirido será necesario decidir lo que se hará con dicho derecho. Existen dos posibilidades: los derechos se pueden conservar en el plan de pensiones en el que se adquirieron, y el trabajador que deja el empleo podrá obtener una pensión de este plan una vez que se haya jubilado. La alternativa, si la naturaleza del plan lo permite, es desembolsar un valor de capital que se corresponda con los derechos adquiridos. Este valor de capital puede entonces utilizarse para comprar

una anualidad aplazada de una compañía de seguros o aportarse al nuevo plan de pensiones, evidentemente, siempre que el nuevo plan acepte la transferencia.

56. La transferencia de capital parece ser una solución simple y clara en el caso de los planes de pensiones respaldados, pero no se usa normalmente en el caso de planes de reservas contables y en los planes de retención directa, ninguno de los cuales reservan activos financieros para respaldar sus promesas de pensiones. Por consiguiente muchos trabajadores que cambian de empleo tienen únicamente una opción, es decir la de conservar sus derechos en el plan de pensiones anterior (39). En cualquiera de los dos casos, la transferencia o la conservación, los futuros aumentos de sueldo normalmente no se tendrán en cuenta de la misma forma en que se haría después de un empleo ininterrumpido con el mismo patrón. A menudo, ni siquiera se tienen en cuenta los aumentos previstos de los precios o de los sueldos medios para el cálculo de los valores de transferencia. Como resultado, hay una tendencia a que las personas que dejen un plan no obtengan la participación que les corresponde de un fondo de pensiones.

El cálculo de los valores de transferencia que penalizan a los que dejan un plan y la inadecuada conservación de derechos “inactivos” son importantes obstáculos para la circulación laboral.

57. *Dificultades fiscales relacionadas con la adquisición de derechos de pensión en más de un Estado Miembro.*

Aunque la gravación directa entra totalmente dentro de la competencia de los Estados Miembros, éstos deben ejercer sus poderes de manera consecuente con el derecho comunitario (40). Respecto a esto, debe destacarse que el Artículo 48 supone no sólo la abolición de toda discriminación basada en la nacionalidad sino también la supresión de toda medida nacional que pueda impedir o hacer menos atractivo el ejercicio, por parte de los ciudadanos comunitarios, de las libertades fundamentales garantizadas por el Tratado (41). El Capítulo V trata de forma más general los temas fiscales.

Los trabajadores que deseen ejercer su derecho a la libre circulación dentro de la unión pueden encontrarse con obstáculos fiscales cuando intenten transferir los beneficios acumulados (en los casos en que esto es posible) de un plan respaldado en el país de origen a un plan en el país del nuevo destino. La transferencia desde el plan del país de origen puede estar sujeta a un cargo fiscal, lo que puede resultar en una desventaja fiscal en el caso en que en el país de destino no pueda desgravarse la transferencia entrante, pero los beneficios se reciban finalmente sujetos al impuesto sobre la renta. Este ejemplo ilustra la desfavorable posición en la que pueden encontrarse los trabajadores que ejerzan su derecho de libre circulación en comparación con aquéllos que transfieren los beneficios acumulados dentro de un mismo Estado Miembro.

58. *La desventaja específica que surge al cambiar de plan de pensiones un trabajador que va a trabajar durante un corto período de tiempo en un Estado Miembro distinto de aquél en el que ha estado acumulando derechos de pensión.*

Pueden distinguirse dos situaciones:

- Trabajadores trasladados temporalmente por sus patrones a otro país en el seno de la misma empresa o de alguna empresa asociada: esta situación la tratará la propuesta de Directiva mencionada con anterioridad.
- Todos los demás trabajadores que se trasladen durante un período de tiempo limitado a otro Estado Miembro: estos trabajadores, igual que los trabajadores trasladados temporalmente por su patrón, se ven perjudicados al cambiar de plan de pensiones, lo que desanima a la libre circulación laboral entre distintos Estados Miembros.

### C. Posibilidades

59. Una pregunta que se ha planteado es si sería factible tratar con los obstáculos encontrados únicamente en el contexto de los planes obligatorios, y no de los planes voluntarios. Se ha argumentado que una iniciativa reguladora aplicable a los planes voluntarios actuaría como desincentivo para empleados que, de no existir dicha regulación, elegirían contratar un plan de este tipo. Parece difícil, sin embargo, tratar de manera diferente regímenes que, por lo que respecta al trabajador, tienen el mismo propósito de completar su provisión de pensión. Excluir los sistemas voluntarios tendría efectos muy distintos según los Estados Miembros afectados.

60. A partir de las consultas realizadas, parece que surge un problema concreto en relación a toda propuesta de limitación, impuesta por la legislación comunitaria, de la duración de los períodos de franquicia. No obstante, los períodos de franquicia prolongados, independientemente de las ventajas que pueden suponer en otros campos, constituyen obstáculos a la libre circulación; por consiguiente, es necesario estudiar la manera de superar este problema. Podría hacerse mediante leyes a nivel de la Comunidad, que fijarían un número máximo de años como período de franquicia. También podría especificarse que ningún Estado Miembro pueda aumentar los períodos de franquicia existentes. Otra opción podría ser que la Comunidad no proponga nada en forma de legislación sobre este tema, y que se limite más bien a fomentar el debate a nivel europeo por parte de los miembros sociales.

61. En cuanto a la capacidad de transferencia, la opción tratada hasta el momento con los Estados Miembros y los miembros sociales es la de exigir que los traspasos se acepten en los casos en que la naturaleza del plan lo permita (es típico en los sistemas respaldados). En los demás casos, la conservación sería la única opción. También podría exigirse que la cantidad transferida reciba una valorización actuarial, tanto por parte del plan que la transfiere como por parte del plan que reciba al trabajador.

Con el fin de resolver los problemas técnicos relacionados con la capacidad de transferir los derechos de pensión, como la transferencia de derechos sólo a planes de pensiones complementarios acreditados o el establecimiento de niveles actuariales de los valores de transferencia, podría ser útil crear un Foro de Pensiones en la Comunidad, como sugirió el *High Level Panel*, constituido por representantes de los Estados Miembros, los miembros sociales y los fondos de pensiones.

62. Con el fin de eliminar las desventajas, se podría animar a los Estados Miembros a incluir estipulaciones específicas, en sus tratados bilaterales sobre la doble imposición, para el tratamiento fiscal que se dará a las aportaciones, valores de transferencia y beneficios. Aunque esta medida permitiría que se adaptaran los acuerdos individuales a los términos específicos de los sistemas fiscales en cuestión, acordar estipulaciones específicas en todos los tratados bilaterales sería un proceso largo y complicado. También sería menos transparente que tener normas comunes a nivel comunitario, aunque dichas normas podrían ser difíciles de negociar.

63. La propuesta de Directiva como se ha descrito con anterioridad recogerá, en principio, medidas que permitan a los trabajadores trasladados temporalmente por sus patrones a otro Estado Miembro permanecer afiliados a los planes de pensiones complementarios en el Estado en el que estaban trabajando hasta entonces.

Esta posibilidad de afiliación transfronteriza podría extenderse a todos los trabajadores que se muden por un tiempo limitado a otro Estado Miembro. Esto requeriría un acuerdo entre el patrón en el país de origen, el patrón en el Estado Miembro de destino, el trabajador, y, cuando sea aplicable, el plan de pensiones complementario en cuestión.

***Preguntas:***

- 1. ¿Se necesita una acción a nivel comunitario para superar los obstáculos a la libre circulación identificados (es decir, los obstáculos que no vayan a ser tratados en la futura propuesta de directiva) en el campo de las pensiones complementarias?*
- 2. Si la respuesta es afirmativa, ¿qué acción sería la más adecuada para cada uno de los obstáculos restantes (legislación, acuerdos entre los miembros sociales)?*
- 3. Si la respuesta es negativa, ¿cómo podrían eliminarse los restante obstáculos a la libre circulación identificados?*
- 4. ¿Qué iniciativas adicionales debería llevar a cabo la Comisión para eliminar los restante obstáculos a la libre circulación?*

## Capítulo V: La importancia del tratamiento fiscal de las pensiones complementarias

### A. Consideraciones generales

64. El tratamiento fiscal de la provisión de pensiones de jubilación es de especial importancia en el diseño de todo plan respaldado complementario, y la mayoría de los Estado Miembros, si no todos, proporcionan algún tipo de privilegio fiscal. El diseño de los planes de pensiones y la elección entre diferentes modelos de imposición son, no obstante, básicamente asunto de los Estados Miembros. Cada administración nacional debe decidir el enfoque fiscal más apropiado para sus circunstancias particulares, teniendo en cuenta el gasto que supondrá para Hacienda conceder desgravaciones. Las normas fiscales desarrolladas a lo largo de muchos años son extremadamente complejas y específicas de cada Estado Miembro. Contienen disposiciones detalladas cuyo objetivo es el de garantizar que los ingresos a los que el gobierno renuncia para fomentar el ahorro para la jubilación se utilicen únicamente para dicho fin.

65. Esta diversidad puede llevar a una situación en la que el tratamiento fiscal puede ser un impedimento para la libre circulación de las personas y para la libre provisión de servicios. Los privilegios fiscales generalmente dependen de que un plan cumpla una serie de normas detalladas, y, en consecuencia, hay muy pocas probabilidades de que un plan que esté aprobado en un Estado Miembro cumpla con los requisitos fiscales para los planes en otro Estado Miembro. En la práctica, el efecto de esta situación es el de desanimar a las personas a contratar fondos de pensiones establecidos en otros Estados Miembros.

66. Respecto de este tema, la Comisión está preocupada por que las normas fiscales específicas sean consecuentes con los principios comunitarios fundamentales de libre circulación de personas y de libre provisión de servicios. Esto podría aplicarse a los planes de pensiones de tipo 2 y 3. Para los sistemas de tipo 3, la *Third Life Directive* estipula ahora la libre provisión de servicios en la UE, sobre la base de la supervisión en el país de origen. No obstante, la supresión de las barreras de supervisión en los negocios transfronterizos de las compañías aseguradoras ha resaltado determinadas desventajas fiscales que pueden producirse, especialmente en relación con las desgravaciones de las primas de los seguros de vida.

67. Las normas fiscales que discriminan a un propietario de una póliza comprada a una aseguradora establecida en otro Estado Miembro son contrarias a la libre provisión de servicios. Sin embargo, en su decisión sobre el caso *Bachmann* (42), el Tribunal Europeo de Justicia consideró que dichas estipulaciones discriminatorias pueden mantenerse en la medida en que sean necesarias para conservar la coherencia concreta del sistema fiscal de un Estado Miembro. En este caso, el Tribunal Europeo de Justicia confirmó una estipulación de la legislación fiscal belga según la cual las desgravaciones de las primas de los contratos de seguros de vida se permitían sólo en el caso de pólizas emitidas por compañías establecidas en Bélgica. La razón era que la desgravación de las primas estaba vinculada al pago de impuestos sobre las ganancias de la póliza; si se concedieran desgravaciones sobre los pagos de las primas a aseguradoras extranjeras, las autoridades

fiscales belgas no podrían tener la certeza de que luego se pagarían los impuestos correspondientes a las ganancias.

68. En un caso posterior, el Tribunal ha dejado claro que la coherencia fiscal no puede invocarse como justificación en casos en los que un Estado Miembro ha renunciado voluntariamente a dicha coherencia, por ejemplo en las estipulaciones de un tratado sobre la doble imposición con otro Estado Miembro. La sentencia del caso *Wielockx* <sup>(43)</sup> muestra que un Estado Miembro debe tener en cuenta el efecto que pueden tener los acuerdos de doble imposición sobre la coherencia fiscal que la medida en cuestión crea a nivel nacional. Si de acuerdo con los términos de un tratado sobre doble imposición, un Estado Miembro permite que los beneficios pagados a una persona no residente paguen impuestos únicamente en el país de residencia, la incapacidad de gravar estos pagos no debería ser una razón para denegar la desgravación sólo cuando las aportaciones se pagan a un plan establecido en algún otro lugar de la Comunidad.

## **B. Evitar la doble imposición**

69. Cada Estado Miembro ha firmado un gran número de acuerdos sobre la doble imposición con otros países, tanto dentro como fuera de la Unión. Estos tratados, casi todos de los cuales son de naturaleza bilateral, están diseñados con el fin de fomentar la actividad económica mediante la supresión de la posibilidad de doble imposición, y al mismo tiempo garantizar la cooperación para combatir la evasión de impuestos y el fraude fiscal. En el seno de la Unión, 98 de las 105 posibles relaciones bilaterales están actualmente cubiertas por acuerdos de este tipo sobre la doble imposición. En los casos en que no existe tratado bilateral, algunos Estados Miembros conceden unilateralmente desgravaciones para evitar la doble imposición.

70. En el caso del tratamiento fiscal de las pensiones laborales, los acuerdos existentes tienden a concentrarse casi exclusivamente en eliminar la doble imposición de las pensiones cuando se pagan. La mayor parte de los tratados bilaterales siguen el Artículo 18 del Tratado Modelo de la OCDE en cuanto a que otorgan al país en el que reside el contribuyente el derecho exclusivo a gravar los ingresos por pensiones de un empleo privado. (Por otra parte, las pensiones de los servicios públicos están cubiertas por el Artículo 19 del Modelo de la OCDE, y generalmente se gravan en el país en el que se originan). Aunque algunos recientes acuerdos fiscales bilaterales dan los derechos fiscales sobre las pensiones de empleos privados al país en que se originan, el principio básico de prevenir la doble imposición no se pierde. De esta manera, los mismos ingresos no estarán sujetos a impuestos dos veces.

71. Algunos acuerdos bilaterales entre Estados Miembros, como los existentes entre Francia y el Reino Unido y entre Dinamarca y el Reino Unido, tratan específicamente las aportaciones a las pensiones que un trabajador migratorio pueda seguir pagando a un plan en un país después de trasladarse a otro. Estas estipulaciones, que van más allá del alcance del Modelo de la OCDE, proporcionan básicamente una forma de mutuo reconocimiento de los planes de pensiones aprobados fiscalmente en otros países. Esto permite, pues, que el

trabajador migratorio continúe desgravando, en su nuevo país de destino, las aportaciones a pensiones pagadas a su anterior país de residencia. Estas medidas pueden dar como resultado la supresión de las barreras a la circulación de los trabajadores.

### **C. Posibles soluciones comunitarias**

72. Los acuerdos bilaterales sobre la doble imposición tienen la considerable ventaja de poder adaptarse al sistema fiscal y a los sistemas de pensiones concretos de los dos países en cuestión. En su contra, sin embargo, está la naturaleza relativamente latosa del sistema en cuanto a que, para las relaciones dentro de la Unión, evidentemente lleva mucho tiempo tener que negociar y renegociar 105 acuerdos. Además es muy probable que este número aumente mucho con la perspectiva de la futura ampliación <sup>(44)</sup> de la Unión. Por último, no hay un conocimiento general de estos acuerdos, ni igualdad en el tratamiento de situaciones similares por parte de acuerdos bilaterales diferentes.

73. Una mayor coordinación del tratamiento fiscal transfronterizo de las pensiones podría, no obstante, perfeccionar sustancialmente el proceso de actualización, y posiblemente de extensión, del alcance de los acuerdos fiscales bilaterales. Dicha coordinación parece especialmente indicada para las necesidades de un Mercado Único en desarrollo, y podría llevarse a cabo de varias maneras. Como primer paso, sería necesario estudiar si el contexto concreto de la Unión requiere alguna iniciativa o medida específica. Si los gobiernos de los Estados Miembros acordasen unas normas, entonces habría varias opciones para llevarlas a cabo: podrían, como en la actualidad, incorporarse en acuerdos individuales entre Estados Miembros; o, si no, podrían llevarse a cabo sobre una base multilateral. Por otra parte, podría ser adecuado que un acuerdo sobre determinados aspectos del tratamiento fiscal de las pensiones fuera promulgado como legislación comunitaria.

74. En concreto, dada la necesidad de garantizar que los beneficios fiscales otorgados a los planes de pensiones no se utilicen inadecuadamente, habrá también una necesidad continuada de contar con normas contra la evasión de impuestos. Con esto en mente, parece que hay un mérito especial en analizar el concepto del reconocimiento mutuo de los planes aprobados fiscalmente en otros Estados Miembros, como ya existe en algunos tratados bilaterales sobre la doble imposición. Un enfoque como éste, por ejemplo en el campo de las aportaciones transfronterizas, podría evitar que las desgravaciones fiscales de las pensiones de jubilación sean inadecuadamente utilizadas para otros fines.

75. El informe de la Comisión del 22 de octubre de 1996 sobre el desarrollo de los sistemas fiscales <sup>(45)</sup> hace gran hincapié sobre la necesidad de enfocar los programas fiscales en el contexto de los grandes retos políticos a los que se enfrenta actualmente la Unión Europea. El reto principal es el tema de fomentar la actividad comercial y el empleo <sup>(46)</sup>. El informe de la Comisión, que refleja el trabajo del *High Level Panel* sobre la Fiscalidad <sup>(47)</sup> y saca conclusiones sobre el mismo, resalta su convicción de que, con el fin de recoger los beneficios completos del Mercado Único y para estimular la empresa, los

obstáculos y desventajas fiscales para llevar a cabo negocios dentro de la Unión deben tratarse a fondo inmediatamente.

76. El informe de la Comisión destaca que el tratamiento fiscal de las pensiones es un tema posible para una futura iniciativa a nivel comunitario, y también que, en el *High Level Panel*, muchos representantes personales reclamaron medidas para mejorar el funcionamiento de los tratados bilaterales sobre la doble imposición. Sin olvidar en absoluto los principios de subsidiariedad y proporcionalidad, la Comisión considera que podría ser muy útil estudiar formas de mejorar la coordinación y el alcance, a nivel comunitario, de las normas fiscales relacionadas con la provisión de pensiones. Dichas normas estarían, por supuesto, sujetas a la decisión unánime en el Consejo.

77. Este capítulo ha tratado los temas concretos relacionados con los trabajadores empleados temporalmente en un Estado Miembro distinto de su país de origen, y la legislación que la Comisión pretende poner en marcha. Esta propuesta proporciona una oportunidad para dar un pequeño pero significativo paso hacia la coordinación de determinadas estipulaciones fiscales, al menos en el campo específico de las pensiones complementarias.

***Preguntas:***

*¿En qué medida constituyen las actuales normas o reglamentos fiscales (por ejemplo, relacionados con la participación en planes aprobados) un impedimento real para la libre circulación de los trabajadores?*

*¿Es factible confiar en tratados fiscales bilaterales o multilaterales para lograr una mayor cooperación entre los Estados Miembros con respecto a los planes de pensiones transfronterizos? Y si es así, ¿qué deberían cubrir estos tratados? y ¿cómo puede lograrse esta cooperación en la práctica?*

*¿Es la legislación comunitaria una alternativa adecuada y factible?*

## ***Tablas***

Comentario general:

Dada la creciente importancia económica de los planes de pensiones respaldados es esencial que los implicados en la provisión de pensiones de jubilación, ya sean agentes financieros, autoridades públicas u otras partes interesadas, tengan a su disposición estadísticas fiables y armonizadas sobre las instituciones para la provisión de pensiones. Dichas estadísticas deben integrarse en el reglamento competente del marco comunitario, *Council Regulation 58/97*, relativo a las estadísticas de negocios estructurales.

**Tabla I: Niveles de cobertura - Tipo 2**

<b><i>País</i></b>	<b><i>Estimación de la cobertura en % del empleo total en el sector privado</i></b>	<b><i>Características</i></b>	<b><i>Pensiones complementarias como % de las pensiones totales (1993)</i></b>
<b>Bélgica</b>	31	Voluntario / respaldado / fondos de pensiones y seguros de grupo	8%
<b>Dinamarca</b>	80	Fondos de empresas / fondos profesionales a través de convenios colectivos / todos respaldados	18%
<b>Alemania</b>	46	Voluntario / parte reservas contables (aprox. 56%) parte respaldado (44%) a través de <i>Pensionkassen</i> , <i>Support Funds</i> y <i>Collective Insurance</i>	11%
<b>Grecia</b>	5	Voluntario / principalmente pensiones especiales para ejecutivos / algunos (limitado) respaldados	no disponible
<b>España</b>	15	Voluntario / básicamente para ejecutivos en vista de los altos niveles de las pensiones de la seguridad social / parcialmente respaldados / principalmente reservas contables: se reducirán ahora progresivamente	3%
<b>Francia</b>	90	Cuasi obligatorio / convenios colectivos / retención directa / también	21%

		planes respaldados voluntarios especiales para ejecutivos	
<b>Irlanda</b>	40	Voluntario / respaldado / fondos de pensiones y seguros de grupo	18%
<b>Italia</b>	5	Voluntario / principalmente pensiones especiales para ejecutivos en vista del alto nivel de las pensiones de la seguridad social / parcialmente respaldado	2%
<b>Luxemburgo</b>	30	Voluntario / principalmente planes de tipo reservas contables / existe una cantidad limitada de respaldo	no disponible
<b>Países Bajos</b>	85	Fondos de empresas / fondos de toda una industria mediante convenios colectivos / todos respaldados	32%
<b>Portugal</b>	15	Voluntario / planes de pensiones (no fondos) ejecutados por compañías gestoras reconocidas y compañías de seguros / respaldado / principalmente para ejecutivos dado el alto nivel de las pensiones de la seguridad social	no disponible
<b>Reino Unido</b>	48	Voluntario / respaldado	28%

Fuente: *European Federation for Retirement Provision (EFRP)* (federación europea para la provisión de pensiones de jubilación) - *European Pension Funds 1996* (fondos de pensiones europeos) - basado en el *World Bank Report* (informe del Banco Mundial) - *Tamburi Report*

**Tabla II: Activos de los fondos de pensiones - totales y como porcentaje del PIB (1993)**

<i>País</i>	<i>Activos en billones de ECU</i>	<i>Activos en % del PIB</i>
<b>Bélgica</b>	7	3,4
<b>Dinamarca</b>	26	20,1
<b>Alemania</b> <sup>(45)</sup>	106	5,8
<b>España</b>	10	2,2
<b>Francia</b>	41	3,4
<b>Irlanda</b>	18	40,1
<b>Italia</b>	12	1,2
<b>Países Bajos</b>	261	88,5
<b>Reino Unido</b>	717	79,4
<b>UE</b> <sup>(46)</sup>	<b>1.198</b>	<b>20,3</b>
<b>EEUU</b>	3.546	59,1
<b>Japón</b>	1.800	44,7

Fuente: EFRP - obr. Cit.

**Tabla III: Activos de compañías de seguros de vida - totales y como porcentaje del PIB (1995)**

<i>País</i>	<i>Activos de compañías de seguros de vida en billones de ECU</i>	<i>Activos como % del PIB</i>
<b>Bélgica</b>	6	<b>2,9</b>
<b>Dinamarca</b>	65	<b>49</b>
<b>Alemania</b>	379	<b>20,5</b>
<b>Grecia</b>	n.d.	
<b>España</b>	18	<b>4,2</b>
<b>Francia</b>	317	<b>30,0</b>
<b>Irlanda</b>	n.d.	
<b>Italia</b>	31	<b>3,7</b>
<b>Luxemburgo</b>	5	<b>37,6</b>
<b>Países Bajos</b>	138	<b>45,6</b>
<b>Austria</b>	5	<b>1,7</b>
<b>Portugal</b>	3	<b>3,9</b>
<b>Finlandia</b>	6	<b>6,3</b>
<b>Suecia</b>	65	<b>36,9</b>
<b>Reino Unido</b>	565	<b>67,1</b>
<b>EUR 15</b>	1.604	<b>24,9</b>

N.B. Las cifras no pueden compararse totalmente, pues provienen de distintos sistemas de evaluación para cada país (las inversiones pueden evaluarse a precio de compra, como en Alemania, o al precio actual, como en el Reino Unido).

El total de la UE incluye únicamente los Estados Miembros mencionados.

Fuente: Eurostat 1997

**Tabla IV: Distribución de los activos de los fondos de pensiones (tipo 2), como % del total de los activos (1994)**

<i>País</i>	<i>Acciones</i>	<i>Renta fija</i>	<i>Bienes raíces</i>	<i>Colocaciones a corto plazo</i>	<i>% activos extranjero</i>
<b>Bélgica</b>	36	47	7	10	n.d.
<b>Dinamarca</b>	22	65	9	4	7
<b>Alemania</b>	11	75	11	3	6
<b>España</b>	4	82	1	13	5
<b>Francia</b>	14	39	7	40	5
<b>Irlanda</b>	55	35	6	4	n.d.
<b>Italia</b>	14	72	10	5	5
<b>Países Bajos</b>	30	58	10	2	25
<b>Portugal</b>	(18)	(57)	5	19	n.d.
<b>Suecia</b>	32	47	8	13	12
<b>Reino Unido</b>	80	11	6	3	30
<b>EEUU</b>	(52)	(36)	4	8	10
<b>Japón</b>	(29)	(63)	3	5	n.d.

Fuente: *Royal Institute of International Affairs* (Real instituto de asuntos internacionales), UBS y EFRP. (Las cifras entre paréntesis son estimativas).

**Tabla V: Distribución de los activos de los seguros de vida (tipo 3) como % del total de los activos (1994)**

<i>País</i>	<i>Acciones</i>		<i>Renta fija</i>		<i>Bienes raíces</i>	<i>Otros</i>
	<i>Nacional</i>	<i>Extranj.</i>	<i>Nacional</i>	<i>Extranj.</i>		
<b>Dinamarca</b>	20	5	66	-	3	6
<b>Alemania*</b>	5	n.d.	76 (2)	n.d.	5	14
<b>España*</b>	2	n.d.	55	n.d.	10	33
<b>Francia</b>	19	-	69	-	8	4
<b>Italia</b>	7	5	70	5	12	2
<b>P. Bajos</b>	12	2	71 (1)	4	6	6
<b>Suecia*</b>	23	n.d.	61	n.d.	7	9
<b>R. Unido</b>	49	12	24	3	9	3

\* Países en los que la diferencia entre activos nacionales y extranjeros no estaba disponible.

(1) incluye préstamos (50%)

(2) incluye préstamos (61%)

Fuentes: *Comité Européen des Assurances* (comité europeo de aseguradoras), *Insurance Statistics Yearbook* (anuario de estadísticas de los seguros) de la OCDE 1987-1994.

**Tabla VI: Diferencias en los índices de rentabilidad de las acciones con respecto a los bonos.**

El período sobre el que se calculan las diferencias de los índices de rentabilidad de las acciones con respecto a los bonos es importante. La prima generalmente asociada a la rentabilidad de las acciones sobre los bonos depende en gran medida del nivel del mercado de valores al principio y al final del período sobre el que se hacen las comparaciones. A continuación se dan datos de varias fuentes distintas. Aunque las diferencias varían, todas las fuentes muestran consistentemente una mayor rentabilidad de las acciones.

**Tabla VIa: Índices de rentabilidad reales (% por año) (1967-1990) en moneda nacional**

<i>País</i>	<i>Acciones</i>	<i>Bonos</i>
<b>Dinamarca</b>	7,0	3,4
<b>Alemania</b>	9,5	2,7
<b>Francia</b>	9,4	1,0
<b>Italia</b>	4,0	-0,2
<b>Países Bajos</b>	7,9	1,0
<b>Suecia</b>	8,4	-0,9
<b>Reino Unido</b>	8,1	-0,5
<b>EEUU</b>	4,7	-0,5
<b>Japón</b>	10,9	0,2

Fuente: E.P. Davis: 1995

**Tabla VIb: Beneficios extraordinarios de los mercados de acciones sobre los de bonos (% por año) (1981-1995) en moneda nacional**

<b>Bélgica</b>	11,5
<b>Alemania</b>	7,1
<b>Francia</b>	4,5
<b>Italia</b>	1,5
<b>Países Bajos</b>	6,9
<b>Suecia</b>	15,5
<b>Reino Unido</b>	2,9
<b>Japón</b>	2,9
<b>EEUU</b>	1,5

Fuente: JP Morgan - FT/S+P *Actions World Indices* - Pragma Consulting

## **Tabla VIc**

### **Rentabilidad real (% por año) de los mercados estadounidenses (1926-1984)**

Acciones de empresas pequeñas	9,1
Acciones de empresas grandes	7,1
Bonos del Estado a largo plazo	1,7

Fuente: Ibbotson Associates Inc.

### **Rentabilidad real (% por año) del mercado del Reino Unido (1919-1993)**

Acciones	7,9
Títulos del Estado (a largo plazo)	2,0

Fuente: BZW 1994

### **Rentabilidad real (% por año) del mercado belga (1959-1994)**

Acciones	4,6
Renta fija	2,3

Fuente: Banque Degroof

**Tabla VII: Fondos de pensiones 1984-1993. Índices de rentabilidad medios; volatilidad; y, relación rentabilidad - riesgo.**

<i>País</i>	<i>Rentabilidad nominal media de los fondos de pensiones (rentabilidad real entre paréntesis)</i>	<i>Desviación estándar media de los beneficios nominales</i>	<i>Relación (47) rentabilidad-riesgo de los beneficios nominales (Col 1 ÷ Col 2)</i>
<b>Bélgica</b>	11,8 - (8,8)	8,9	1,3
<b>Dinamarca</b>	10,0 - (6,3)	9,4	1,1
<b>Alemania</b>	9,4 - (7,1)	7,2	1,3
<b>España</b>	13,8 - (7,0)	19,9	0,7
<b>Irlanda</b>	14,0 - (10,3)	13,7	1,1
<b>Países Bajos</b>	9,5 - (7,7)	7,2	1,3
<b>Suecia</b>	14,5 - (8,1)	8,5	1,7
<b>Reino Unido</b>	15,5 - (10,2)	11,4	1,4
<b>EEUU</b>	13,5 - (9,7)	9,4	1,4
<b>Suiza</b>	7,6 - (4,4)	6,7	1,1
<b>Japón</b>	8,2 - (6,5)	8,3	1,0

Fuente: EFRP

Nota: Pronto estarán disponibles cifras similares sobre la rentabilidad de las inversiones de los seguros de vida, por medio de EUROSTAT en el marco de *Insurance Service Statistics*.

**Tabla VIII: Tamaño de los mercados de valores (acciones nacionales) (1996)**

<i><b>País</b></i>	<i><b>Capitalización del mercado en % del PIB</b></i>
<b>Bélgica</b>	45,9
<b>Dinamarca</b>	41,8
<b>Alemania</b>	29,6
<b>Grecia</b>	19,7
<b>España</b>	42,3
<b>Francia</b>	38,9
<b>Irlanda</b>	49,7
<b>Italia</b>	21,7
<b>Luxemburgo</b>	193,4
<b>Países Bajos</b>	97,8
<b>Austria</b>	14,3
<b>Portugal</b>	23,7
<b>Finlandia</b>	50,7
<b>Suecia</b>	97,2
<b>Reino Unido</b>	149,9
<b>UE</b>	32
<b>EEUU</b>	68
<b>Japón</b>	65

Fuente: *Federation of European Stock Exchanges* (federación europea de bolsas de valores) y Comisión Europea

**Tabla IX: Resumen de las legislaciones nacionales sobre las carteras de valores de los fondos de pensiones (tipo 2)**

<i>País</i>	<i>Restricciones</i>
<b>Dinamarca</b>	Puede invertirse un máximo de un 40% en “activos de alto riesgo”, incluidas acciones nacionales, extranjeras y títulos que no cotizan en bolsa. El 80% de las inversiones debe realizarse en la misma moneda en que están las obligaciones. En caso de moneda de la UE, hasta un 50% de las obligaciones pueden cubrirse por activos que se encuentren en ECU. No se permiten inversiones personales.
<b>Alemania</b>	Puede invertirse un máximo de: un 30% en acciones de la UE, un 25% en bienes raíces de la UE, un 6% en acciones de fuera de la UE, un 6% en bonos de fuera de la UE, un 20% en activos extranjeros en conjunto, un 10% de límite de inversión personal <sup>(48)</sup> .
<b>España</b>	Hay un límite de un 5% en acciones emitidas por una sola empresa. El 90% de los activos deben invertirse en acciones que cotizan en bolsa, en depósitos bancarios, en bienes raíces o en hipotecas. El 1% debe estar en cuentas corrientes o en el mercado monetario.
<b>Francia</b>	Al menos el 50% debe invertirse en bonos del Estado de la UE, menos del 33% en préstamos a patrocinadores.
<b>Italia</b>	No hay legislación sobre pensiones para los planes administrados por uno mismo pero sí unos programas de inversiones determinados por la junta directiva, y generalmente restringido a bonos del Estado, depósitos bancarios, pólizas de seguros y bienes raíces.
<b>Países Bajos</b>	Hay un límite del 5% para la inversión personal; norma del hombre prudente.
<b>Suecia</b>	La mayoría de los activos deben encontrarse en bonos, obligaciones de interés fijo y préstamos.
<b>Reino Unido</b>	Hay un límite del 5% para la inversión personal; norma del hombre prudente.
<b>EEUU</b>	Norma del hombre prudente.
<b>Japón</b>	Un mínimo de un 50% debe estar en bonos; un máximo de un 30% en acciones, de un 20% en bienes raíces, de un 30% en el extranjero, de un 10% en una sola empresa.

Fuente: Comisión Europea: “Pensiones complementarias en la Unión Europea” (1994)

**Tabla X: Normas de la UE para las inversiones de las compañías de seguros de vida (tipo 3)**

Las normas de la UE para las inversiones de las compañías de seguros de vida pueden resumirse de la siguiente manera (Artículos 20 ff y Apéndice I de la *Third Life Directive*):

- las inversiones deben tener en cuenta el tipo de negocios que lleva a cabo una empresa con el fin de garantizar la seguridad, la rentabilidad y la facilidad de venta de sus inversiones, que la empresa garantizará que están diversificadas y adecuadamente extendidos (“hombre prudente”);
  - los tipos de activos que pueden utilizarse para cubrir estipulaciones técnicas (básicamente futuras reclamaciones/pagos de pensiones) están especificados (acciones, bonos, etc.);
  - el método para evaluar estos activos está especificado;
  - los Estados Miembros no pueden exigir a las compañías de seguros invertir en categorías concretas de activos. Además, los Estados Miembros exigirán a toda empresa de seguros invertir, con respecto a sus estipulaciones técnicas, no más de:
    - un 10% en una sola unidad de terreno o edificación;
    - un 5% en acciones o bonos de una misma empresa, excepto de una autoridad estatal, regional o local;
    - un 5% en préstamos sin garantía, y un 1% en un único préstamo sin garantía;
    - un 3% de efectivo en caja;
    - un 10% en acciones no negociadas en un mercado regulado; y
    - por último, los Estados Miembros no pueden obligar a una compañía de seguros a mantener más del 80% de sus activos en la misma moneda que sus obligaciones
- (52).

**Tabla XI: Resumen de las legislaciones nacionales para las compañías de seguros de vida (tipo 3)**

<i>País</i>	<i>Restricciones</i>
<b>Dinamarca</b>	Hay un límite combinado del 40% en acciones nacionales y extranjeras; un límite del 10% en títulos que no cotizan en bolsa; y un límite combinado del 10% en hipotecas y préstamos.
<b>Alemania</b>	Se fija un máximo del 30% en acciones nacionales, de un 25% en bienes raíces, de un 6% en acciones extranjeras, de un 5% en bonos extranjeros, de un 10% en títulos que no cotizan en bolsa, y un límite combinado del 50% para hipotecas y préstamos.
<b>España</b>	No hay límites específicos.
<b>Francia</b>	Límite combinado del 65% para acciones nacionales, títulos que no cotizan en bolsa y acciones extranjeras; límite del 40% para bienes raíces; y límite combinado del 10% para hipotecas y préstamos.
<b>Italia</b>	Máximos: un 20% en acciones nacionales, un 20% en títulos que no cotizan en bolsa, un 20% en acciones extranjeras, un 50% en bonos extranjeros, un 50% en bienes raíces, un 50% en hipotecas, y un 0% en préstamos.
<b>Países Bajos</b>	Hay un límite combinado del 10% en títulos que no cotizan en bolsa e hipotecas; y un límite del 8% en los préstamos.
<b>Suecia</b>	Límite combinado del 25% en acciones nacionales, títulos que no cotizan en bolsa y acciones extranjeras; límite combinado del 25% en bienes raíces e hipotecas; límite del 10% en préstamos.
<b>Reino Unido</b>	Límite combinado del 10% en títulos que no cotizan en bolsa, hipotecas y préstamos.

Fuente: *Policy Issues in Insurance*, OCDE, 1996

**Tabla XII: Activos de los planes de grupo de los seguros de vida como % de los activos de las pensiones de tipo 2 (1994)**

<i>País</i>	<i>%</i>
<b>Bélgica</b>	73
<b>Alemania</b> <i>(50)</i>	12
<b>España</b>	52
<b>Francia</b> <i>(51)</i>	6
<b>Países Bajos</b>	25
<b>Finlandia</b>	56
<b>Suecia</b>	81
<b>Reino Unido</b>	5
<b>UE</b> <i>(52)</i>	<b>65</b>

Fuente: CEA

**Tabla XIII: Fondos de pensiones frente a seguros de vida**

Existen características parecidas entre los fondos de pensiones y determinados productos de los seguros de vida: ambos tienen como objetivo la provisión de una suma en una fecha futura, y a menudo se les concede incentivos fiscales para fomentar dicha provisión. En algunos países estos parecidos exteriores se reflejan en la aplicación, a los fondos de pensiones, de disposiciones parecidas a las que se aplican a los seguros de vida según la *Third Life Directive*. Los principales parecidos y diferencias se recogen a continuación.

*Parecidos:*

- Ambos son inversiones a largo plazo
- Ambos requieren la gestión profesional de los activos por parte de personas autorizadas
- Los intereses de los consumidores son cruciales en ambos “productos”
- Ambos, por lo tanto, imponen unas normas de actuación con el fin de evitar riesgos innecesarios para los fondos que el consumidor ha confiado al gestor/compañía.

*Diferencias:*

- Las obligaciones de los planes de pensiones son a un plazo más largo que las obligaciones de los seguros de vida. La media para los contratos de los seguros de vida son de aproximadamente 8-12 años. Para las pensiones, las obligaciones son muy a menudo de unos 20-25 años; más, si los beneficios de las pensiones se pagan de la misma fuente. Esto sugiere que los fondos de pensiones necesitan adaptar sus obligaciones a más largo plazo con activos a plazos más largos. Esto tiende a llevar a una mayor proporción de inversiones en acciones o en bienes raíces que en el caso de los seguros de vida.
- Las pólizas de vida están sujetas al riesgo de rescate anticipado. Esto requiere una provisión adecuada en la forma de activos fácilmente liquidables, o efectivo, con el fin

de cubrir los niveles previstos o no previstos de cobro anticipado en efectivo. En cambio, las disposiciones generalmente previenen el rescate anticipado de los beneficios de los fondos de pensiones, excepto en circunstancias muy específicas. Además, los traspasos a otros planes puede que se permitan sólo en determinadas circunstancias, por ejemplo ante un cambio de empleo, y generalmente resultará en una penalización. El nivel del requisito de liquidez a corto plazo es, por tanto, mucho menor que en el caso de las pensiones.

- Se pueden hacer las mismas consideraciones con respecto a los préstamos. Las compañías de seguros de vida generalmente ofrecen préstamos sobre la seguridad de las pólizas de seguros de vida. Necesitan garantizar que los activos líquidos a corto plazo existen para proporcionar estos préstamos. Los planes de pensiones generalmente no pueden ofrecer dichos servicios; por lo tanto, la liquidez a corto plazo para este fin no es necesaria.
- Las obligaciones de los seguros de vida están generalmente expresadas en términos nominales: hay una suma concreta garantizada, fijada desde el principio del plan. En cambio, las obligaciones de las pensiones están vinculadas a los sueldos, en cuyo caso lo importante es el crecimiento real. Comprar activos a plazos más cortos respecto de las obligaciones de las pensiones a largo plazo podría ser peligroso, pues hay un gran riesgo de que dichos activos no alcancen el nivel de crecimiento suficiente para mantener las expectativas de los socios del plan en cuanto a las pensiones.
- En los planes de rentabilidad definida un factor importante es la “garantía” proporcionada por el patrón de que la promesa de las pensiones se cumplirá sea cual sea la rentabilidad de las inversiones del fondo. En el contexto de los seguros de vida no existe una garantía de este tipo. Esta garantía puede evidentemente afectar la actitud de inversión de los gestores de los fondos.

---

## Notas

- (1) Com (97) 102
- (2) Hay varias excepciones para determinados planes laborales, por ejemplo en Francia donde los planes laborales son de retención directa, y en Alemania donde la provisión de pensiones está respaldada por reservas contables.
- (3) Union: A Survey of National Projections, *European Economy*, 1996, No. 3.
- (4) Las previsiones nacionales no son homogéneas en la cobertura del gasto de las pensiones. Las estimaciones comparables del impacto de los gastos de las pensiones sobre las cuentas generales de la administración se han obtenido sobre la base de las tendencias del gasto nacional y la relación entre el gasto total en las pensiones públicas respecto del PIB en 1995.
- (5) Ponderado por el PIB de 1995 en unidades de *Purchasing Power Standard* (estándar de poder adquisitivo).
- (6) Las cifras de Luxemburgo y Portugal están basadas en previsiones para el período 2015-2020 sólo.
- (7) Eurostat, estimación para 1995.
- (8) Activos en 1996, 120% de los gastos de nómina, 39,5% del PIB.
- (9) Sujeto a la posibilidad de optar por un arreglo privado.
- (10) Esta categoría se considera frecuentemente como que comprende toda forma de ahorro que pueda utilizarse para proporcionar ingresos en la jubilación, como ahorros particulares de precaución, la propiedad de la casa en la que se vive, la tenencia de acciones, ayuda familiar, etc.
- (11) También incluye el tipo 2 francés, que es un sistema de retención directa con muchas de las características de un plan estatal.
- (12) Por ejemplo Finlandia, véase el párrafo 5 anterior.
- (13) Por ejemplo, en Francia, los planes obligatorios ARRCO y AGIRC; en Alemania, la opción de muchas empresas de respaldar las promesas de las pensiones con las reservas del balance general (“reservas contables”).
- (14) El tema de los planes de grupo se tratan en el Capítulo IV.
- (15) COM (97) 102
- (16) A efectos nuestros podemos identificar dos tipos de riesgo:
  - riesgo crediticio: el riesgo de que el acreedor no pague porque la compañía vaya a la bancarrota o el gobierno incumpla sus compromisos. A largo plazo se refleja sobre el índice de rentabilidad medio de los distintos activos. Aunque, evidentemente, cualquier año puede ser importante y reflejarse en la volatilidad del activo.
  - riesgo de mercado: el riesgo de que el precio de un activo caiga hasta el punto de que el inversor no sea capaz de cumplir con sus obligaciones en ese año sin liquidar una mayor proporción de sus activos que la esperada. Este riesgo de mercado se refleja en la volatilidad del activo.
- (17) Véase también la Tabla VII en la que algunos de los beneficios reales de los bonos del Estado fueron negativos durante períodos bastante largos.
- (18) Prof. B. Solnik, “*Fundamental considerations in cross-border investment: the European view*” (aspectos fundamentales de las inversiones transfronterizas: el punto de vista europeo). La fundación de investigación del *Institute of Chartered Financial Analysts* (instituto de analistas financieros diplomados), abril de 1994.
- (19) En los EEUU, los gestores de los fondos de pensiones no están sujetos a restricciones cuantitativas respecto de las inversiones. Dado que tienen muchas oportunidades internas para comprar activos en dólares, únicamente el 10% de sus inversiones están realmente fuera de los EEUU.
- (20) *Investment Services Directive* 93/22/EEC (CEE).
- (21) Art. 73b del Tratado.
- (22) Art. 73d 1(b).
- (23) Art. 104a.
- (24) Evidentemente, los fondos de pensiones individuales pueden estar limitados por las normas máximas aunque si la media para todos los fondos no alcanza los límites fijados. Algunos fondos pueden ser muy “conservadores” en su estrategia de inversión y desear conservar una gran proporción de bonos del Estado. Otros fondos con un perfil de socios jóvenes puede querer tener una mayor proporción de acciones.

- (25) OJ 93/C 171/11
- (26) OJ 94/C 360/08
- (27) Caso número C-57/95 Francia v Comisión.
- (28) *Investment Services Directive* 93/22/EEC (CEE); *Second Banking Directive* 89/646/EEC (CEE); *Third Life Insurance Directive* 92/96/EEC (CEE).
- (29) La Comisión sugirió en su Directiva y Comunicación preliminares, como primer paso, que los requisitos de coincidencia de moneda no deberían exceder el 60%. En todo caso, la introducción del EURO reducirá el efecto de restricción de cualquier requisito de coincidencia de moneda.
- (30) *Third Life Directive*, 92/96/EEC (CEE).
- (31) Estas estipulaciones conciernen a las normas prudenciales de la UE para las inversiones de las compañías de seguros de vida, es decir el lado de los activos del balance general. En el lado de las obligaciones del balance hay también normas armonizadas de la UE, que están basadas en el cálculo de las “estipulaciones técnicas” que son las obligaciones previstas, y los activos que deben respaldar estas estipulaciones para garantizar que pueden cubrirse las obligaciones. Asimismo, las compañías de seguros están obligadas a mantener un “margen de solvencia” del 4% del capital propio para cubrir situaciones inesperadas y proporcionar una garantía adicional de que cumplirán con las obligaciones.
- (32) Véase la nota 30.
- (33) Véase la *Third Life Directive* 92/96/EEC (CEE), y también el párrafo 28 del Capítulo II.
- (34) *Second Banking Directive* 89/646/EEC (CEE); *Third Life Insurance Directive* 92/96/EEC (CEE); *Investment Services Directive* 93/22/EEC (CEE).
- (35) Artículo 59
- (36) Desde la ampliación en 1982 de su alcance personal a las personas autoempleadas (autónomos), la Disposición 1408/71 se basa en los Artículos 51 y 235.
- (37) Finalmente modificado y actualizado por la Disposición (EC/118/97; OJ de L28 del 30 de enero de 1997).
- (38) Comunicación de la Comisión al Consejo, “*Supplementary social security schemes: the place of supplementary pension schemes in the social protection of workers and their effect on the free movement*” (Planes complementarios de la seguridad social: el lugar de los planes de pensiones complementarios en la protección social de los trabajadores y su efecto sobre la libre circulación). SEC (91) 1332.
- (39) Éste sería el caso si la nueva relación de trabajo no proporcionase participación en un plan de pensiones laboral.
- (40) Véase *Finanzamt Köln-Altstadt v. Schumacker*, Caso C-279/93, sentencia del 14 de febrero de 1995.
- (41) Véase *Kraus*, Caso C-19/92, ECR [1993] I-1663, sentencia del 31 de marzo de 1993.
- (42) *Bachmann v. Belgium, Commission v. Belgium* (C204/90 y C300/90, sentencia del 28 de enero de 1992).
- (43) Caso C-80/94, sentencia del 11 de agosto de 1995.
- (44) Requeriría, por ejemplo, 190 acuerdos para cubrir todas las relaciones bilaterales en una Unión de 20 Estados Miembros.
- (45) Com (96) 546. Final.
- (46) Florence European Council 21-22 de junio de 1996. Presidency Conclusions (SN300/96) páginas 2-3.
- (47) Este High Level Group, bajo la dirección del Comisario Monti, reunió a representantes personales de los ministerios de economía de la UE en cuatro ocasiones entre junio y octubre de 1996, tras la reunión informal de ECOFIN el 13 de abril de 1996.
- (48) Reservas contables en Alemania: 124 billones de ECU (1992), fuente CEA.
- (49) El total de la UE incluye únicamente los Estados Miembros recogidos.
- (50) Cuanto más alto mejor.
- (51) Esto no es aplicable a los planes de reservas contables.
- (52) Los activos en ECU deben hacerse coincidir con las obligaciones.
- (53) El grueso (56%) de los activos de los fondos de pensiones son reservas contables.
- (54) Primas de seguros de vida de grupo como porcentaje del total de las primas de las pensiones. Los activos no pudieron calcularse en vista del hecho de que los principales planes de pensiones (AGIRC/ARRCO) son de retención directa.
- (55) Incluye únicamente los Estados Miembros registrados y excluye a Francia.

*La responsabilidad de la traducción al español de la edición original en inglés  
corresponde a Guiomar Manso de Zúñiga Spottorno*