

# La visión de los administradores de carteras<sup>1</sup>

GIANLUCA RENZINI<sup>2</sup>

La experiencia italiana es una serie de relatos que no siempre terminan en grandes éxitos, pero lo que sí quisiera es dar un poco de información acerca del desarrollo del sistema en los últimos diez años.

Tras los comentarios del señor Iglesias, vamos a ver si yo puedo añadir algo más de información, y voy a hacerlo con unas cuantas ideas. En primer lugar, creo que se puede aprovechar esta experiencia internacional en el desarrollo de estos sistemas, hablando del segundo y tercer pilar, en Europa Oriental.

Desde el punto de vista del marco legal, los resultados obtenidos reflejan los conocimientos de los profesionales involucrados; el regulador debe brindar a los expertos la posibilidad de adquirir productos internacionales, los que deben efectuarse bajo ciertas condiciones. Pero este escenario debería incluir otros elementos; cabe hacer mención que el acceso a los mercados internacionales

---

<sup>1</sup> La presentación de este tema en el seminario fue realizado por el Sr. Renzini en representación del Sr. Marco Mazzucchelli.

<sup>2</sup> Graduado en Economía de la Universidad de Ancona. Después de conseguir su MBA en la Universidad Bocconi de Milano, Gianluca trabajó con Banca Nazionale del Lavoro como Director de varias filiales italianas.

Continuó su carrera en General Electric Oil & Gas como Business Development Manager, y después fue nombrado Consejero Delegado de una sociedad de GE Oil & Gas en España.

En el 2000 Gianluca empezó a trabajar en Sanpaolo Wealth Management, uno de los líderes europeos en el negocio de los fondos mutuos y seguros de vida, donde actualmente es el Jefe de Ventas Internacionales.

Recientemente Gianluca ha sido nominado Country Manager de Allfunds Bank en Italia. Allfunds Bank, controlada por los grupos Santander Central Hispano y Sanpaolo IMI, es una plataforma que ofrece productos y servicios en un contexto de "open architecture" a instituciones financieras y administradores de fondos de pensiones.

debe realizarse bajo una serie de elementos de control, de esta manera se ha planteado en Italia.

Vamos a comentar un poco acerca de Italia. Todavía nos basamos en el primer pilar y estamos analizando los cambios en la demografía, de forma tal que el desfase en pensiones va a generar un déficit de fondos. Intentamos, entonces, incrementar la presencia del segundo y tercer pilar para cubrir ese déficit (entendido como desfase en la acumulación de fondos). Es un sistema complementario que aún es pequeño, pero va creciendo.

Contextualizando lo expuesto anteriormente por el señor Iglesias, apreciamos que en Italia los legisladores se mueven en un entorno de limitaciones, nosotros creemos que esta limitación es una herramienta que de alguna manera garantiza la estabilidad del mercado.

Luego, analizando este esquema, podemos inferir que se han logrado buenos resultados y estabilidad, aun cuando ha habido algunos impactos, tanto internos, como externos. Esto, porque diversos países se aprovechan de los conocimientos de otros mercados más importantes, como es el caso italiano, con una amplia gama de productos que permite una buena diversificación de la cartera.

El enfoque del regulador italiano es el siguiente. En primer lugar, hace lo posible por reducir la deuda pública. Se comenzó con las reformas en 1992, siguiendo el 93 y el 95. Todas esas reformas de alguna manera dan lugar a esta ampliación del desfase en pensiones, del cual padecemos ahora. Así que empezamos el año 1999 con esta nueva ley que intenta, aprovechando este sistema de pensiones voluntario, cubrir ese desfase.

La estructura a la que nos atenemos en Italia es la siguiente. PlanTEAMOS que hemos de contar con una autoridad regulatoria que supervisa todas las estructuras, se cerciora de que haya cumplimiento y hace un seguimiento de la transparencia de las transacciones. Luego están los patrocinadores de los fondos, que son elegidos por los gestores gracias a un proceso sujeto a las indicaciones de esta autoridad. Los directores de las carteras, sobre todo en el caso de estos fondos cerrados, han de ser independientes; son empresas que han de ser independientes, y pueden aprovechar una amplia gama de productos que plantean una diferenciación. De tal forma, podemos ver que existe una diversidad y oportunidad para que los participantes se adhieran a estos fondos para lograr los resultados óptimos. Este esquema está cerrado por el banco custodio, el cual gestiona

los activos, se encarga de las ejecuciones y controla los bienes recibidos por los gestores de cartera.

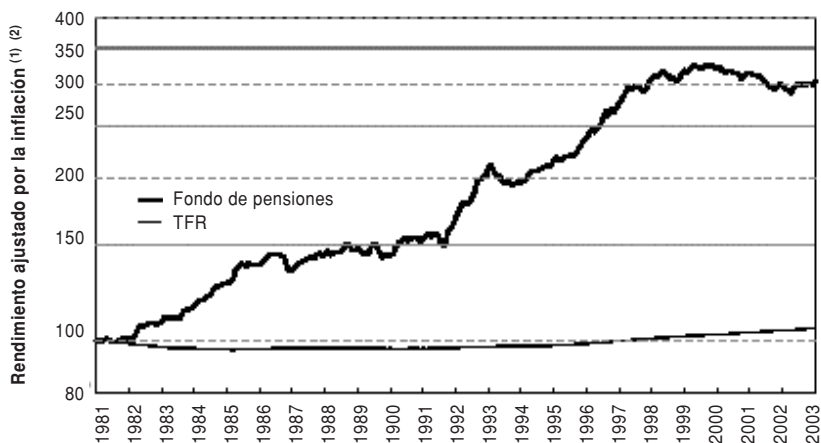
Así que vistos los elementos a los que están afectados, la evolución muestra una tendencia creciente en cuanto a activos que están siendo gestionados, y podría incrementarse aún más si la propuesta es aprobada por el parlamento; esta ley plantea una serie de ventajas fiscales importantes para el cliente final.

En cuanto a los resultados, lo que vemos en el Diagrama N° 1, es que hay una serie de ventajas, los resultados son mejores que en el esquema antiguo, que se ajustaba al ajuste –valga la redundancia– llegado el momento de jubilación. Si comparamos con la evaluación antigua, que planteaba un 3,2; estamos en una comparación entre 5,7 y 3,2. Según señalé, se tuvo que generar esta ley para cubrir ese desfase.

### DIAGRAMA N° 1

Rendimiento nominal <sup>(1)</sup>	Rendimiento de fondos de pensiones abiertos en 2003	5,7%
	Rendimiento de fondos de pensiones cerrados en 2003	5,0%
	Revaluación bruta del TFR	3,2%

#### *Revaluación del TFR y rendimiento de los fondos de pensiones revisado hacia atrás*



<sup>1</sup> Neto de todo gasto e impuesto.

<sup>2</sup> Escala semilogarítmica; base 100 al 31 de mayo de 1982.

Fuente: *Covip, Informe Anual 2003*.

Bueno, hemos de recalcar la importancia del concepto que, a pesar de haber llegado a redactar estas pautas acerca de la diversificación, atención del conflicto de intereses y contar con la autoridad que supervisa el buen funcionamiento de todo el sistema, resulta claro que el objetivo del regulador, al limitar las inversiones, es intentar establecer un mecanismo que proteja al cliente final. Creo, entonces, que en Italia nos acercamos a la estabilidad.

Hay un caso interesante, que es el caso de Parmalat. No sé si ustedes saben lo que ha sucedido en Italia con Parmalat, pero es una compañía que ha tenido muchos problemas y los clientes finales, es decir los bancos que han invertido directamente en los bonos Parmalat, han perdido más del 60% del capital invertido, pero el sistema de pensiones está casi totalmente ausente de estas carteras y no hay activos de Parmalat debido al alto riesgo asociado que impide al sistema de fondos de pensiones participar.

Otro punto importante es el siguiente. Esta actividad está cercana a la de gestión de activos. Se parece, los agentes son parecidos y los puntos de referencia también son muy similares. Esto es lo que está sometido a regulación desde el principio mismo. Se trataba de plantear que un pequeño negocio no puede abarcar el nivel mínimo de activos para obtener buenos resultados y para tener una actividad interesante, así que aun cuando se ha limitado el acceso al mercado creo que el límite es interesante.

Los gestores de cartera tienen la posibilidad de invertir hasta un 50% en fondos mutuos emitidos por países de la Confedem. Podemos decir que cuando el regulador define límites, aunque luego –como dice el señor Iglesias– los suavicen un poco, creo que se dan cuenta de que pueden afectar de manera negativa el sistema económico italiano, desde el punto de vista también del sistema doméstico. Pero creo que la decisión ha sido la idónea, teniendo en cuenta las posibilidades que existían. Y como ven ustedes en el Diagrama N° 2, la regulación no ha afectado de manera negativa al sistema financiero.

Para concluir, y sobre la base de las propuestas de este panel, yo creo que el proceso de ajuste constante, del sistema de pensiones italiano –tanto desde el punto de vista del acceso a mercados internacionales, las competencias, las responsabilidades, las oportunidades que se brindan al gestor– desde el punto de vista de la diversificación de las carteras, con este proceso riguroso y

el enfoque de gestión de riesgo, pensando constantemente en la transparencia y con el código profesional también en mente, se consiguen efectos positivos desde el punto de vista tanto interno como externo.

## DIAGRAMA N° 2

### *Acceso a mercados extranjeros y límites/opciones de inversión*

Acceso a los mercados extranjeros	<p>&lt;50% de los títulos emitidos por países OCDE, pero no transados en mercados regulados<sup>(1)</sup></p> <p>&lt;5% de los títulos emitidos por países no-OCDE, y transados en mercados regulados</p> <p>Títulos emitidos por países no-OCDE, y no transados en mercados regulados son prohibidos</p>	
Apareamiento de divisas	<p>El fondo está obligado a invertir un mínimo de 1/3 de sus activos en euros</p>	
Límites de concentración	<p>&lt;5% en una única empresa no cotizada</p> <p>&lt;10% en una única empresa cotizada</p> <p>Emisor individual &lt;15% de los activos del fondo de pensiones</p>	
Límites de inversión en partes relacionadas	<p>&lt;20% de los activos del fondo de pensiones en una única empresa relacionada</p> <p>Asignación total para empresas relacionadas &lt;30% de los activos del fondo de pensiones</p>	
Otros límites cuantitativos	Liquidez	<20% de los activos del fondo
	Acciones de fondos privados y fondos de inversión cerrados	<20% de los activos del fondo
		<25% del valor del fondo de inversión

Fuente: Ministerio de Tesorería, Decreto noviembre 21, 1996, n. 703 arts. 4 y 5.

<sup>1</sup> Dentro de dichos límites, las inversiones del fondo en renta variable no podrán superar 10% de los activos totales del fondo y el monto total de títulos de deuda renta variable emitidos por países no-OCDE no podrá superar el 20% de los activos totales del fondo.