

Asociación Internacional de la Seguridad Social
**Conferencia internacional sobre la inversión de
los fondos de la seguridad social**

Mérida, México, 27-28 de septiembre de 2005

**APLICACIÓN DE LAS DIRECTRICES EN MATERIA
DE INVERSIÓN**

**Edward Tamagno
Asesor en Política
Instituto de Políticas Sociales Caledon
Canadá**

ISSA/INVESTMENT CONFERENCE/MERIDA/2005

Aplicación de las directrices en materia de inversión

Edward Tamagno
Asesor en Política
Instituto de Políticas Sociales Caledon
Canadá

A medida que un número creciente de países fue optando por la precapitalización, parcial o total, de sus regímenes públicos de pensiones, se han ido sumando preguntas sobre la inversión de los fondos de seguridad social a la ya compleja serie de dudas a las que se enfrentan los gobiernos y administradores de la seguridad social. En respuesta, la Asociación Internacional de la Seguridad Social (AISS), durante su trienio 2002-2004, estableció un Grupo de Estudio sobre las Inversiones de los Fondos de Seguridad Social.

La experiencia, positiva y negativa, de los regímenes de seguridad social con los sistemas financieros basados en varios niveles de capitalización ha puesto de manifiesto lo siguiente: deben existir directrices claras y exhaustivas para la inversión de los fondos. A falta de directrices, el riesgo de pérdidas se vuelve demasiado elevado para ser aceptable, al tiempo que se desgasta la confianza de los asegurados y demás interesados en la sostenibilidad financiera del régimen de seguridad social en sí.

Por lo tanto, el Grupo de Estudio definió como prioritaria la creación de un modelo de directrices de inversión que pueda adaptarse a las necesidades y a las circunstancias específicas de cada institución de seguridad social. Las *Directrices para la inversión de los fondos de la seguridad social* se presentaron en la Asamblea General de la AISS en Beijing en septiembre de 2004.

Las directrices de inversión de la AISS son las únicas de su especie en abordar las necesidades específicas de las instituciones de seguridad social. Junto al comentario anexo, pretenden tener en cuenta la amplia variedad de estructuras y circunstancias en las que operan las instituciones de seguridad social en diferentes partes del mundo y en países con distintos niveles de desarrollo. Algunas instituciones podrán adoptar las directrices de la AISS con pocas o sin ninguna modificación mientras que otras preferirán tenerlas en cuenta para crear sus propias directrices.

Ya sea que la institución de seguridad social adopte las directrices de inversión de la AISS o que elabore las propias, se trata tan sólo de una primera etapa. La dificultad siguiente, igual o mayor, consiste en poner en práctica dichas directrices. El objetivo de este informe es examinar algunos de los elementos necesarios para una buena aplicación. Se tendrán en cuenta los aspectos de la aplicación relacionados con la gobernanza y aquellos relacionados con las inversiones en sí.

Un prerequisite esencial: La ausencia de interferencias políticas

Antes de examinar las medidas específicas necesarias para aplicar las directrices de inversión, es necesario recalcar la importancia crucial de eliminar o al menos de reducir a su mínima expresión las interferencias políticas en el proceso de inversión. Esta consideración es básica y deben establecerse diversas medidas de protección. Existen varios ejemplos de pérdida de fondos de seguridad social a causa de la incorrecta asignación de los fondos o al abuso liso y llano debido a las interferencias políticas en el proceso de inversión. Incluso si los fondos conservan su valor nominal, el rendimiento de las inversiones puede ser muy inferior si las decisiones de inversión se toman basándose solo en consideraciones del mercado. Como mínimo, puede ponerse en jaque la reputación de buena administradora de programas de la institución de seguridad social o de la institución¹ inversora ante los asegurados y demás interesados, reduciendo la confianza en ella y en la viabilidad de los programas. Si en el proceso de inversión los medios efectivos para contener las interferencias políticas resultan imposibles, deberán plantearse preguntas acerca de la conveniencia de seguir adelante con un sistema financiero basado en un nivel de capitalización.

La protección contra las interferencias políticas en las decisiones de inversión no debe interpretarse como una justificación para que la institución de seguridad social o inversora actúe totalmente por cuenta propia. Este punto se recalca en el comentario a las directrices de la AISS:

La libertad de interferencias o influencias política no significa que [la institución de seguridad social o inversora] deba funcionar sin referencia al marco legislativo establecido por el parlamento nacional o por las políticas del gobierno. Tampoco impide las debidas consultas con autoridades gubernamentales o representantes del parlamento o de otros organismos gubernamentales. Sin embargo, sí quiere decir que no deberá haber una interferencia política en las decisiones tomadas por la [institución] en cumplimiento del mandato legislativo que le ha sido conferido (AISS, 2004, pág. 3).

La frontera entre una interferencia política inadecuada y una participación política justificada puede ser difícil de trazar y varía, en cierta medida, de un país a otro. Antes de iniciar la inversión de los fondos de seguridad social, los principales actores deben reflexionar detenidamente sobre dónde trazar esa frontera y sobre las medidas aplicables en caso de trasgresión. Un modelo útil es el de la relación que suele existir entre el gobierno de un país y su banco central.

¹ Las directrices de la AISS prevén dos modelos organizacionales posibles para la inversión de los fondos de seguridad social. En un modelo, la inversión de los fondos corre por cuenta de la misma institución encargada de administrar el régimen de seguridad social. En el otro modelo, se crea un organismo o institución aparte con el objetivo expreso de invertir los fondos. Las consideraciones de aplicación son básicamente las mismas cualquiera sea el modelo empleado.

Comité de inversiones

En lo relativo a las medidas concretas necesarias para aplicar las directrices de inversión, el punto de partida es la creación de un comité de inversiones que elaborará políticas y procedimientos de inversión, las recomendará a la instancia directiva de la institución de seguridad social o inversora, aprobará el programa de inversiones de la dirección (por lo general con base anual o semestral) y por lo general supervisará el proceso de inversión.

También se puede delegar al comité de inversión la responsabilidad de aprobar la elección de administradores de fondos y de custodios de activos externos o la instancia directiva, que se reserva la aprobación final, puede solicitarle recomendaciones sobre estas cuestiones.

El papel central que desempeña el comité de inversión en la estructuración y supervisión del proceso de inversión exige que los miembros, en su conjunto, tengan conocimientos dentro una amplia variedad de ámbitos relacionados con la inversión de fondos. Estos comprenden una pericia académica en ámbitos como economía, contabilidad y ciencias actuariales, al igual que una experiencia práctica en finanzas, inversiones, administración bancaria y de empresas. Si el conjunto de los miembros del comité de inversión carece de conocimientos en uno de estos ámbitos esenciales, el comité no podrá desempeñar correctamente sus obligaciones y puede peligrar todo el proceso de inversión.

Si una institución ha sido establecida únicamente para invertir los fondos de seguridad social, los miembros de la instancia directiva deberán nombrarse teniendo en cuenta todas las capacidades necesarias. Entonces, el comité de inversión puede estar compuesto por toda la instancia directiva.

Sin embargo, en el caso, más frecuente, de una institución a cargo de la administración del régimen de seguridad social a la que se le confiere igualmente la responsabilidad de inversión de los fondos de reserva del régimen, a menudo no es posible esperar que los miembros de la instancia directiva cuenten con todos los conocimientos académicos y con la experiencia profesional necesarios para tomar decisiones de inversión debido a las muchas otras cuestiones que entran en consideración al nombrar a los miembros del Consejo. En dicho caso, se deben evaluar sin ambages los conocimientos de los miembros de la instancia directiva y definirse las brechas. Estas brechas deberán colmarse mediante el nombramiento de expertos externos con la pericia y la experiencia necesarios para el comité de inversión.

Comité de auditoría

Además de un comité de inversión, es esencial establecer un comité de auditoría independiente para supervisar las políticas y prácticas de control interno, las comunicaciones financieras, al igual que el nombramiento y el trabajo del auditor externo.

El comité de auditoría debe actuar como los "ojos y los oídos" de la instancia directiva, de los asegurados y de los terceros interesados. Su mandato consiste en garantizar que las inversiones se realicen de acuerdo con las políticas y procedimientos aprobados y que se comuniquen debidamente los resultados financieros. El comité de auditoría completa al comité de inversiones verificando si las acciones de la administración cumplen plenamente con las políticas y los procesos de inversión establecidos por el comité de inversiones y aprobados por la instancia directiva.

El comité de auditoría debe desempeñar su mandato basándose en un enfoque de anticipación. Debe definir un plan de trabajo claro (por lo general anual) que aborde cada aspecto de sus obligaciones, obtenga la aprobación de la instancia directiva para el plan de trabajo y luego lo ponga en práctica, comunicando regularmente sus resultados y conclusiones a la instancia directiva.

Como protección adicional, además de la que ofrece el comité de auditoría, la legislación que establece el Consejo de Inversiones del Plan de Pensiones de Canadá (*Canada Pension Plan Investment Board* (CPPIB)), organismo público a cargo de la administración de los fondos de reserva del programa de pensiones público y contributivo de Canadá que comenzó a operar en octubre de 1998, exige que los auditores externos del Consejo realicen un examen especial de los sistemas y prácticas del Consejo al menos una vez cada seis años. Los resultados del examen especial se comunican al Consejo y al gobierno. Las instituciones de seguridad social a cargo de la inversión de los fondos deben analizar la posibilidad de incorporar una práctica similar como parte de su gobernanza general y de sus estructuras de auditoría.

Política de inversión

Las *Directrices de inversión* de la AISS establecen el marco para la inversión de los fondos de seguridad social. Sin embargo, no pretenden determinar cómo deben distribuirse las inversiones dentro de las diversas categorías (por ejemplo, ¿renta fija o acciones?, ¿nacional o internacional?) o qué inversiones específicas deben realizarse. Esto solo es posible teniendo en cuenta las circunstancias particulares en que se encuentra cada régimen de seguridad social y exige una política de inversión global adaptada a las circunstancias.

La elaboración de una política de inversión es la parte más importante y más compleja de la aplicación de las directrices. No obstante, no es una actividad que se realiza en una sola vez. La política de inversión debe evolucionar con el tiempo, en respuesta al cambio de circunstancias internas y externas y a la capacidad creciente de la institución de seguridad social de tomar decisiones de inversiones cada vez más complejas.

La política de inversión debe tener en cuenta varios factores, entre ellos, por ejemplo, las previsiones de ingresos y gastos del régimen a corto y mediano plazo (en general a partir de la valuación actuarial más reciente) y sus requisitos de liquidez, el nivel de riesgo que la instancia directiva del régimen y los demás interesados están dispuestos a asumir, la profundidad de los

mercados de capital nacionales y la posibilidad de acceso a mercados exteriores.

En la mayoría de los casos, la primera política de inversión debe ser prudente. Dentro de los límites de asignación estipulados por ley (de haberlos), la decisión crucial será determinar la proporción de los fondos totales que se invertirá en bonos del Estado, en otros títulos de renta fija, en acciones y en propiedades². Dentro de cada categoría, debe decidirse la distribución entre inversiones nacionales y en el extranjero (suponiendo que la ley o las normas del banco central o del ministerio de finanzas permitan las inversiones en el extranjero y dentro de los límites estipulados por dichas normas u otra ley). En lo relativo a los fondos invertidos en acciones (ya sea en mercados nacionales o extranjeros), se suele seguir una estrategia de inversión pasiva (basada en los índices) durante el periodo inicial pero puede no ser factible para las inversiones nacionales en un país donde los mercados son escuetos.

A medida que se va adquiriendo experiencia, se puede considerar el reemplazo gradual de las inversiones en acciones, pasivas y basadas en los índices, por un enfoque activo. Sin embargo, deben analizarse detenidamente los riesgos inherentes a una inversión activa. Si se decide adoptar este enfoque, debe obtenerse la aprobación previa del comité de inversión y de la instancia directiva y debe revisarse la política de inversión según corresponda.

Antes de adoptarse un enfoque activo, deberán examinarse alternativas estratégicas que combinen elementos de inversión pasiva y activa. El Consejo de Inversiones del Plan de Pensiones de Canadá ha elaborado recientemente un enfoque de esta índole. En su informe anual de 2004, el Consejo indica que "está pasando de la inversión tradicional en índices, que puede provocar concentraciones imprudentes en determinadas acciones o sectores, a una estrategia de inversión en sectores económicos. Esto tiene en cuenta las condiciones mundiales, la naturaleza de los pasivos [del Plan de Pensiones de Canadá] y otras restricciones". El informe describe luego el nuevo enfoque del Consejo en los términos siguientes:

Existen 12 sectores económicos clave a nivel internacional. En comparación con el resto del mundo, el mercado de acciones de Canadá está insuficientemente representado en sectores como el tecnológico y el farmacéutico y excesivamente en sectores tales como los servicios financieros y energéticos. Nuestro objetivo es armar una cartera con una repartición sectorial que refleje las condiciones mundiales (CPPIB, 2004a, pág. 16).

También, a medida que se adquiere experiencia, se podrán considerar otras inversiones, además de los títulos de renta fija y los valores del Estado como, por ejemplo, las acciones privadas y los bienes raíces. La tasa de rentabilidad de dichas inversiones puede ser elevada. Sin embargo, el riesgo también

² Las inversiones en propiedades pueden excluirse de la política de inversión inicial ya que suponen riesgos considerables y exigen una pericia específica. Sin embargo, cuando las demás inversiones sean limitadas en los mercados nacionales tal vez no haya otra opción.

puede ser elevado y por lo general es preciso contemplar el largo plazo para darse cuenta de la rentabilidad potencial. Por lo tanto, es preciso actuar con prudencia. De realizarse dichas inversiones, deberá mantenerse un expediente de negocios para cada una de ellas.

Señalemos dos precauciones adicionales. La primera tiene que ver con el uso de los derivados. Si bien, como se menciona en las *Directrices* de la AISS, el uso de derivados puede ser útil y efectivo si se realiza prudentemente para gestionar y protegerse de los riesgos, las posiciones descubiertas en derivados pueden exponer a la institución a importantes riesgos. Por lo tanto, si se contempla la inversión en derivados, será esencial seguir el Consejo de las *Directrices*, establecer estructuras adecuadas de gestión del riesgo para administrar su uso y observar atentamente el acatamiento de estas estructuras.

También es preciso actuar con cautela cuando se considere la inversión en proyectos. Además de un expediente de negocios bien documentado para el proyecto en sí, debe existir una pericia suficiente en gestión de proyectos para garantizar el buen desenvolvimiento del proyecto. De lo contrario, no solo se exponen los fondos invertidos a riesgos considerables, sino que se puede poner en jaque la gestión efectiva de la institución de seguridad social o inversora si sus ejecutivos y personal deben dedicar tiempo a la supervisión del proyecto, función para lo cual no están bien preparados, en lugar de consagrarlo al funcionamiento de la institución.

Debido a que se dedica toda una sesión de la Conferencia de la AISS sobre la Inversión de los Fondos de Seguridad Social a las inversiones en el desarrollo social y económico nacional, el presente informe no hará ninguna observación sobre este tema importante y polémico. Sin embargo, existe un tema relacionado que cabe comentar. Se trata de las llamadas "inversiones socialmente responsables" (por ejemplo, la inversión en una empresa tabacalera teniendo en cuenta el vínculo demostrado entre el consumo de tabaco y ciertas enfermedades). Cabe recalcar que la cuestión de las inversiones socialmente responsables se plantea con relación a productos, actividades y prácticas empresariales legales pero que segmentos importantes de la sociedad estiman que deberían desalentarse o restringirse por motivos sanitarios, ambientales, morales, religiosos o ideológicos.

Las cuestiones relacionadas con las inversiones socialmente responsables variarán considerablemente de un país a otro, en función de los valores dominantes, ya sean sociales, morales, religiosos, políticos o de otra índole. En una sociedad donde existan opiniones muy aceptadas con respecto, por ejemplo, a la impropiedad del consumo de bebidas alcohólicas, no habrá una gran polémica respecto de si los fondos de seguridad social deben o no invertirse en empresas relacionadas con dichos productos. Sin dudas, el consenso será negativo. Sin embargo, en una sociedad más heterogénea en la que existe una amplia variedad de opiniones y ningún consenso claro, la respuesta no será tan sencilla. Si bien algunos se opondrán a los productos en cuestión y por lo tanto a invertir en las empresas que los producen, otros no tendrán objeciones con respecto a los productos o a la inversión en empresas que los producen. Las cuestiones relacionadas con las inversiones

socialmente responsables pueden volverse aún más complicadas cuando se trate de inversiones en el extranjero o en conglomerados activos en numerosos sectores (por ejemplo, si algunos productos se manufacturan en un país cuyas normas laborales son muy inferiores a las del país en que está ubicada la institución inversora).

Dada la minucia con la que se suelen examinar las inversiones de los fondos de seguridad social, es muy probable que las cuestiones relacionadas con las inversiones socialmente responsables terminen manifestándose, en particular si las inversiones deben comunicarse al público para garantizar la transparencia y la rendición de cuentas. Por lo tanto, es necesaria una política para orientar las decisiones. En respuesta a las cuestiones relacionadas con las inversiones socialmente responsables que de vez en cuando se han puesto de manifiesto en el parlamento y en los medios de comunicación canadienses, el Consejo de Inversiones del Plan de Pensiones de Canadá ha adoptado una política de tres puntos que sirve de ejemplo. La política estipula que el Consejo:

- considerará que puede invertir en los valores de cualquier emisor:
 - cuyas actividades sean legales si opera en Canadá;
 - domiciliado en cualquier país con el que Canadá mantiene relaciones financieras, comerciales y bursátiles normales;
- no favorecerá ni penalizará a ningún emisor de valores por motivos no relacionados con la inversión;
- generalmente, respaldará las políticas y prácticas empresariales y las resoluciones de accionistas que permitan revelar información que ayude a los inversores a evaluar si el comportamiento empresarial apoya o desalienta el rendimiento de las inversiones a largo plazo (CPPIB, 2004b).

Inversiones: A nivel interno o por subcontratación

Existen dos mecanismos básicos para realizar el proceso de inversión. Uno consiste en desarrollar las competencias a nivel interno, contratando a un equipo para este objetivo específico. Otro consiste en delegar la función de inversión a uno o más gestores de fondos externos. También es posible combinar ambos enfoques.

En función de la fase de desarrollo económico e institucional, el desarrollo de competencias internas puede crear una organización con una pericia especializada que no solo beneficie a la institución de seguridad social o inversora sino a la economía en su conjunto. La provincia canadiense de Quebec lo ha demostrado en los años 1960 cuando estableció su programa de pensiones público y contributivo, la *Caisse de dépôt et placement du Québec*, con el mandato específico de invertir los fondos de reserva del programa. En esa época, en Quebec casi todos los conocimientos sobre inversiones se hallaban en empresas con sede en otras partes del país o en el exterior. La *Caisse* fue la primer gran institución basada en Quebec en disponer de dichos conocimientos. Se ha convertido en una de las

administradoras de fondos de pensiones más grandes de América del Norte y ha abierto las puertas a una industria quebequense de administradores de fondos de pensión privados.

La principal desventaja de la creación de competencias internas es que puede resultar onerosa en relación con los fondos invertidos. A menos que el monto de los fondos sea muy cuantioso puede ser difícil justificar los costos salariales del equipo pluridisciplinario necesario. Además, la contratación de personas con la pericia necesaria exige competir con empresas del sector privado cuya capacidad para pagar salarios elevados por lo general supera ampliamente la de la mayoría de las instituciones de seguridad social. Por ello, en la mayoría de los casos, un enfoque totalmente interno no es factible y, con una capacidad interna limitada, la subcontratación es la única alternativa.

Si se decide delegar la inversión de los fondos de seguridad social, deben recordarse dos requisitos previos. Primero, por lo general deberá haber un proceso de licitación abierto para solicitar propuestas de potenciales administradores de fondos externos. Segundo, la institución de seguridad social o la institución inversora debe contar con las competencias necesarias para evaluar las propuestas recibidas y para supervisar el desempeño del o los licitantes seleccionados.

Si bien el costo debe ser un factor para escoger al licitante, no debe ser el único criterio. Deben tenerse en cuenta otras consideraciones, en particular, los antecedentes comprobados de los licitantes y el calibre del personal que se consagrará a la ejecución del contrato. Se exigirá a los licitantes que expliquen cómo aplicarán la estrategia de inversión aprobada por la instancia directiva y que convengan cuáles serán los puntos de referencia para evaluar el rendimiento por comparación.

Si los fondos son administrados a nivel externo, en cuanto el monto disponible para invertir es suficientemente importante debe dividirse entre dos o más administradores de fondos externos. De este modo, no solo se reducen los riesgos sino que se introduce la competencia.

No debe subestimarse la necesidad de una capacidad interna para supervisar el desempeño del administrador de fondos externo. Como se indicó más arriba, el comité de inversión desempeñará un papel crucial en este proceso gracias a la amplia variedad de conocimientos académicos y de experiencia práctica necesarios para evaluar las propuestas y los resultados. No obstante, no es realista pensar que los miembros del comité de inversión podrán supervisar diariamente las inversiones. Esta tarea debe correr por cuenta del personal de la institución de seguridad social o de la institución inversora.

La subcontratación de administradores de fondos externos para la función de inversión no absuelve de su tarea fiduciaria a la dirección de la institución seguridad social o inversora ni al comité de inversión y a la instancia directiva de la institución. Deben actuar con diligencia, dentro de los límites de sus respectivas áreas de responsabilidad, al comunicar las instrucciones y al

supervisar a los administradores de fondos externos. De no actuar con diligencia (lo cual incluye, en el caso de personas con aptitudes profesionales específicas, la aplicación de sus conocimientos), la responsabilidad recaerá sobre ellos si se producen pérdidas debido al accionar de los administradores de fondos externos.

Directrices para la votación por representación

Los derechos de voto en general proceden de las acciones en empresas. El ejercicio de dichos derechos es una parte clave de la gobernanza empresarial. Tal como lo han demostrado las experiencias positivas y negativas, a largo plazo la buena gobernanza empresarial está estrechamente vinculada con el incremento del valor de las acciones.

Una institución de seguridad social titular de acciones con derechos de voto tiene la obligación ante sus asegurados y demás interesados de garantizar que se ejerzan de la manera que considere más eficiente para fortalecer la gobernanza empresarial e incrementar el valor de las acciones a largo plazo.

No obstante, la cuestión de los derechos de voto tiene otra dimensión: al ejercer los derechos de voto en empresas nacionales en la que tiene importantes participaciones accionarias, una institución de seguridad social o inversora podría, por inadvertencia, convertirse en un agente para la nacionalización "por la puerta trasera" de partes considerables del sector privado. Esto puede generar inquietud en casi cualquier país y el riesgo es particularmente elevado en las pequeñas economías donde los fondos de seguridad social representan una gran proporción de la capitalización total del sector privado.

Un medio para atenuar este riesgo es que la institución de seguridad social o inversora, primero, adopte una declaración de principios y directrices para el ejercicio de sus derechos de voto y, segundo, delegue el ejercicio real de esos derechos a sus administradores de fondos o a un tercero contratado adrede para ello (por ejemplo, una empresa especializada en la entrega de dichos servicios a inversores institucionales). La parte a quien se han delegado los derechos de voto de la institución debe aplicar los principios y directrices de voto por representación a cualquier cuestión que se someta al voto y solicitar instrucciones cuando surja una cuestión confusa o no estipulada en las directrices. También se exigirá que dicha parte comunique sin demora cómo ha ejercido los derechos de voto en nombre de la institución. La institución de seguridad social o inversora deberá verificar con regularidad cómo han sido emitidos sus votos delegados para garantizar el cumplimiento de sus principios y directrices.

Las directrices de voto por representación deben estar a libre disposición del público a fin de garantizar transparencia y reducir la posibilidad de acusaciones posteriores de haber votado con fines ocultas. También sirven para comunicar la posición de la institución con respecto a asuntos que el Consejo de dirección de la empresa puede abordar durante el transcurso habitual de sus actividades sin solicitar la opinión de los accionistas, influyendo así en la dirección de la empresa incluso en estos asuntos.

Como medio adicional para garantizar la transparencia, la institución de seguridad social o inversora también debe informar cómo se han emitido sus votos. Esto puede realizarse, por ejemplo, mediante una comunicación en su sitio web.

El Consejo de Inversiones del Plan de Pensiones de Canadá ha redactado los "Principios y directrices para el voto por representación" de 27 páginas, documento disponible en su Sitio web (www.cppib.ca). Estos principios abarcan una amplia variedad de temas que a menudo se someten al voto de los accionistas, entre ellos cuestiones relacionadas con los derechos de voto de los propietarios, los Consejos de dirección de empresas, la indemnización de los directores, la indemnización de los ejecutivos, la estructura de capital y la protección contra las absorciones. Las directrices se repasan y actualizan periódicamente para tener en cuenta los nuevos acontecimientos importantes. En su sitio web, el Consejo también publica con regularidad cómo se han emitido los votos. En los sitios web de CalPERS (*California Public Employees Retirement System*, www.calpers.ca.gov) y OMERS (*Ontario Municipal Retirement System*, www.omers.com) figuran otros ejemplos de directrices de voto por representación elaboradas por regímenes públicos o casi públicos.

Directrices en caso de conflicto de intereses

Las directrices en caso de conflicto de intereses, al igual que un código de conducta, son elementos importantes para la implementación de las directrices de inversión. Su objetivo es garantizar que los empleados de la institución de seguridad social o inversora y los miembros de la instancia directiva y del comité de inversión no aprovechen o se beneficien en lo personal de la información que obtienen o de las decisiones que toman en el ejercicio de sus funciones. Esta medida se extiende también a los familiares, amigos y otros contactos personales o profesionales. Las directrices deben exigir la mención de cualquier actividad profesional o particular que comprometa o parezca comprometer el cumplimiento objetivo de sus responsabilidades de empleado, miembro de la instancia directiva o miembro del comité de inversión.

Para los miembros de la instancia directiva y de los comités de inversiones, las directivas deberán exigir que se retiren de cualquier discusión o decisión que trate sobre un asunto en el que tengan un conflicto de intereses real, eventual o percibido como tal. Una situación de este tipo podría presentarse en diversas circunstancias, en particular cuando se tomen decisiones sobre la concesión de contratos o se realicen inversiones determinadas. Lo mismo pero de modo más estricto deberá aplicarse a los empleados de la institución de seguridad social o inversora.

El tema del conflicto de intereses debe tratarse de modo realista y no solo desde una postura académica. Tal como lo indicó John MacNaughton, ex Presidente y director ejecutivo del Consejo de Inversiones del Plan de Pensiones de Canadá, en un discurso sobre las inversiones de los fondos públicos de pensiones, "para los directores y ejecutivos, los conflictos de

intereses son inevitables" (MacNaughton, 2003, pág. 7). Estos altos dirigentes en general han tenido numerosos intereses de negocios antes de comenzar con la inversión de los fondos de la seguridad social. Este es precisamente el tipo de experiencia que hace que su contribución en las decisiones de inversión sea valorada. En la mayoría de los casos, no sería realista esperar que abandonen esos intereses o, en el caso de los miembros de la instancia directiva o del comité de inversiones, colocarlos en un fideicomiso con absoluta libertad de acción porque esto les quitaría la motivación para participar. Así, de vez en cuando, aquellos intereses pueden cruzarse con las actividades de la institución de seguridad social o inversora. Lo que es necesario, prosiguió MacNaughton, es "establecer procedimientos para resolver [dichos conflictos de interés, reales o potenciales] y no necesariamente eliminarlos".

La legislación que establece el Consejo de Inversiones del Plan de Pensiones de Canadá exige que el Consejo se dote de directrices en caso de conflicto de intereses y de un código de conducta. Una de las primeras prioridades del Consejo, tras su creación en 1998, fue la adopción de estas directrices y del código junto a los procedimientos para su aplicación. En 2002, el Consejo solicitó la ayuda de tres expertos externos para revisar las directrices y el código. Como resultado de este ejercicio, el Consejo decidió crear un puesto de "asesor externo para la revisión de las conductas". Los directores y los empleados del Consejo pueden consultarlo de modo confidencial en caso de dudas sobre cualquier cuestión ética relacionada con el desempeño de sus actividades, incluido el conflicto de intereses. El asesor también ejerce la función de "denunciante", es decir que cualquier director o empleado del Consejo puede acudir a él si considera que se han realizado o se realizan acciones ilegales o contrarias a las políticas y procedimientos del Consejo.

Divulgación

Un elemento crucial en la implementación final de las directrices de inversión está relacionado con la divulgación de información sobre las políticas, procesos y operaciones.

Los asegurados y beneficiarios que confían en el régimen de seguridad social, al igual que los demás interesados en el régimen, tienen derecho a saber cómo se invierten los fondos. La divulgación de información es una parte esencial de la rendición de cuentas a los interesados y ayuda a reforzar la confianza, no solo en la inversión de los fondos sino en el propio régimen.

Como regla general, todas las políticas y directrices relacionadas con la inversión de los fondos de seguridad social y la gestión de la institución de seguridad social o inversora – en particular, las políticas de inversión, las directrices para el voto por representación, las directrices en caso de conflicto de intereses y el código de conducta mencionados en este informe – deben estar a disposición del público, por ejemplo en el sitio web de la institución. Otra información, como la composición de la cartera de inversión y el valor de cada componente de la cartera (en valor de mercado de ser posible o de lo contrario en valor justo) también debe ponerse a disposición, junto al estado financiero anual auditado que incluya el balance de fin de año.

La divulgación, es bien sabido, tiene sus límites. Como lo indican las *Directrices* de la AISS, "la publicación de la información no se aplica a la información que pueda poner en peligro las responsabilidades fiduciarias o perjudicar las transacciones de inversión" (AISS, 2004, pág. 7). Asimismo, como lo indicó el presidente del Consejo de Inversiones del Plan de Pensiones de Canadá en el informe anual de 2004 del Consejo, "la información comercial y sobre propiedades perteneciente a terceros con los que [el Consejo] mantiene relaciones de negocios debe ser confidencial" (CPPIB, 2004a, pág. 2).

La institución de seguridad social o inversora debe elaborar una política de divulgación que especifique el tipo de información que siempre se pondrá a disposición del público y directrices para determinar la información que no puede divulgarse por los motivos antes mencionados. La institución también deberá considerar la adopción de una práctica prescrita en la legislación que establece el Consejo de Inversiones del Plan de Pensiones de Canadá: El Consejo celebrará reuniones públicas al menos una vez cada dos años para comentar su último informe anual y para ofrecer a los beneficiarios y demás interesados la oportunidad de comentar el informe y opinar sobre cualquier otro aspecto de las operaciones del Consejo.

Conclusión

Este informe ha intentado recalcar algunos elementos clave para aplicar con éxito las directrices de inversión. Ha resultado necesario adoptar una postura relativamente teórica, con unos pocos ejemplos específicos para ilustrar las aplicaciones prácticas y las prácticas innovadoras. El intercambio de experiencias y prácticas idóneas entre instituciones que ya invierten fondos de seguridad social y entre esas instituciones y otras que están a punto de hacerlo, es muy valioso para todos. La AISS, que habilita un foro para este intercambio, sigue persiguiendo su objetivo fundamental de promoción y desarrollo de la seguridad social en todo el mundo.

Bibliografía

AISS. 2004. *Directrices para la inversión de los fondos de seguridad social*, Asociación Internacional de la Seguridad Social, Ginebra.

CalPERS. 2001. *Global Proxy Voting Principles*, California Public Employees Retirement System, <http://www.calpers-governance.org/principles/global/default.asp>, accedido el 15 de junio de 2005.

CPPIB. 2005. *Proxy Voting Principles and Guidelines*, Consejo de Inversiones del Plan de Pensiones de Canadá, Toronto, <http://www.cppib.ca/how/proxyvoting/index.html>, accedido el 15 de junio de 2005.

—. 2004a. *Annual Report: Building a Stronger CPP*, Consejo de Inversiones del Plan de Pensiones de Canadá, Toronto, disponible en línea en http://www.cppib.ca/info/annual/ar_2004/index.htm.

—. 2004b. *Social Investing Policy*, Consejo de Inversiones del Plan de Pensiones de Canadá, Toronto, <http://www.cppib.ca/how/social/index.html>, accedido el 15 de junio de 2005.

MacNaughton, John. 2003. *Public Pension Fund Investing: The Canadian Experience*, Consejo de Inversiones del Plan de Pensiones de Canadá, Toronto, disponible en línea en <http://www.cppib.ca/info/speeches/index.html>.

OMERS. 2005. *Proxy Voting Guidelines*, Ontario Municipal Employees Retirement System, http://www.omers.com/English/nts_1_903_1.html, accedido el 15 de junio de 2005.