



issa

ASOCIACIÓN INTERNACIONAL DE LA SEGURIDAD SOCIAL | AISS

# Informe Técnico 13

---

## Directivas para la inversión de los fondos de la seguridad social

**Grupo de Trabajo sobre la Inversión de los Fondos de la Seguridad Social**  
Asociación Internacional de la Seguridad Social

---

# **Directivas para la inversión de los fondos de la seguridad social**

**Grupo de Trabajo de la AISS  
sobre la Inversión de los Fondos de la Seguridad Social**

**Comisión Técnica de Estudios Estadísticos, Actuariales y Financieros  
– Inversión de los Fondos de la Seguridad Social  
28ª Asamblea General de la AISS, Beijing, 12-18 de septiembre de 2004**

---

La Asociación Internacional de la Seguridad Social (AISS) es la organización internacional líder a nivel mundial que congrega instituciones de seguridad social y entidades relacionadas. La AISS brinda información, investigación, asesoramiento especializado y plataformas de cooperación para construir y promover una seguridad social dinámica y políticas a nivel mundial. Una parte considerable de las actividades la AISS en materia de promoción de buenas prácticas se realizan en el marco de sus diez Comisiones Técnicas, constituidas y administradas por organizaciones miembros comprometidas, con el apoyo de la Secretaría de la AISS.

Este informe se encuentra en: <http://www.issa.int/recursos>. Las opiniones e ideas expresadas no reflejan necesariamente las del editor.

## Introducción

Los regímenes de seguridad social poseen los fondos de la seguridad social para salvaguardar su capacidad de pagar prestaciones y brindar servicios, para generar ingresos procedentes de la inversión de estos fondos que les ayuden a financiar las prestaciones y servicios y, en muchos casos, para aliviar las presiones demográficas transitorias.

Estos últimos años, el número de organizaciones miembros de la Asociación Internacional de la Seguridad Social (AISS) que poseían estos fondos ha aumentado significativamente. Como sus experiencias lo han demostrado, la inversión de estos fondos puede constituir una contribución clave a la sostenibilidad financiera de sus regímenes de seguridad social. Sin embargo, la experiencia también ha demostrado que la inversión de los fondos de la seguridad social no carece de riesgo. Si estos fondos se invierten de forma imprudente o indebida, pueden producir tasas reales de rendimiento negativas o pueden ser totalmente dilapidados.

Estos factores llevaron a la AISS a crear el Grupo de Estudio sobre las inversiones de los fondos de seguridad social. Este Grupo de Estudio estaba conformado por funcionarios de las organizaciones miembros de la AISS que participaban directamente en la inversión de los fondos de la seguridad social, así como por expertos procedentes de instituciones que efectuaban inversiones similares y por expertos de organizaciones internacionales.

En su primera reunión, celebrada en París, en diciembre de 2002, el Grupo de Estudio identificó, como una prioridad, la elaboración de directivas que pudiesen ayudar a las organizaciones de seguridad social en la inversión de sus fondos. En su segunda reunión, celebrada en Oporto, en abril de 2004, el Grupo de Estudio examinó un proyecto de directivas procedentes de diferentes fuentes y adaptadas a las circunstancias especiales de las organizaciones de seguridad social. Estas Directivas son el resultado de la reflexión del Grupo de Estudio y de los comentarios de varios de sus miembros recibidos posteriormente.

Estas Directivas tienen por objeto darle a las organizaciones de seguridad social – ya sean ministerios, órganos estatutarios o entidades privadas – una serie de principios generales y de consideraciones para la inversión de los fondos de la seguridad social. Estos principios y consideraciones están completados por comentarios que dan información básica, describen enfoques alternativos aceptables o discuten otros factores que también deberían ser tomados en cuenta.

Las Directivas fueron elaboradas para tomar en cuenta dos situaciones diferentes. En el primer caso la entidad que administra el régimen de seguridad social es también responsable de la inversión de los fondos de la seguridad social. En el segundo caso la entidad responsable de la inversión de los fondos de la seguridad social está separada del régimen de seguridad social. Hay muchos modelos diferentes de seguridad social en el mundo, entre los que se hallan los regímenes de los países en desarrollo o industrializados. Los mercados financieros, los marcos legales y las estructuras reglamentarias y de supervisión varían de país a país. Al redactar estas

Directivas, se le prestó gran atención a darles el grado de flexibilidad necesario para que respondiesen a estas diferencias. Sin embargo, una consecuencia práctica de ello es que las Directivas no pueden reflejar todas las circunstancias posibles. Por tanto, al aplicar las Directivas, éstas deberán ser adaptadas, en cuanto sea necesario, a la situación específica de cada régimen y de cada país.

## 1. Prerrequisitos del buen gobierno: estructura de gobierno

Una buena y sólida estructura administrativa o de gobierno es esencial para la inversión fructífera de los fondos de la seguridad social. La buena estructura administrativa de gobierno debería garantizar una división apropiada de las responsabilidades operativa y de control, y que quienes desempeñan estas responsabilidades sean los mejor capacitados para hacerlo y que sean responsables de sus decisiones.

El **buen gobierno**\* es un tema complejo que tiene muchas dimensiones. No sería posible, en unas Directivas como estas, tratar todos los aspectos del buen gobierno. En ésta y en la próxima sección de las Directivas se describen los principios mínimos del buen gobierno y las consideraciones que hay que tener en cuenta cuando una organización de seguridad social invierte los fondos que le han sido confiados.

### 1.1. Identificación de las responsabilidades

Dentro de la estructura de gobierno de un régimen de seguridad social tiene que haber una clara identificación y asignación de las responsabilidades operativa y de control. Esto debe ser así independientemente de si el régimen es administrado por un ministerio del gobierno o por cualquier otro tipo de entidad (por ejemplo, un órgano estatutario tal como una institución autónoma) creada específicamente con tal fin. En este último caso, la legislación que crea esta entidad debe fijar las bases legales de dicha entidad, sus principales objetivos y su estructura interna de gobierno.

### 1.2. Consejo de administración

- Si se crea una entidad, que no sea un ministerio, para administrar el régimen de seguridad social, el ***consejo de administración*** de dicha entidad debe poder emprender todas las acciones necesarias para que el régimen cumpla con su mandato legislativo. El consejo de administración debería ser objeto de la menor interferencia o influencia política posible. El consejo de administración es responsable en último término de garantizar que las disposiciones de la legislación que creaba el régimen de seguridad social sean respetadas y de que los intereses de los ***miembros del régimen***, de los beneficiarios y de otros ***terceros interesados*** sean protegidos. El consejo de administración no debería poder eximirse totalmente de sus responsabilidades mediante la delegación de ciertas funciones a

---

\* Los términos que figuran en ***negrita y cursiva*** en el texto de las Directivas están definidos en el glosario de términos que figura en el anexo.

prestatarios externos de servicios, sino que tiene que seguir siendo responsable del seguimiento y control de dichos prestatarios de servicios.

**Comentario:** *La independencia de la interferencia o influencia política no significa que el consejo de administración 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 el consejo de administración en cumplimiento del mandato legislativo que le ha sido conferido.*

*Para crear un consejo de administración en un régimen de seguridad social, en muchos países se exige una representación tripartita: los trabajadores, los empleadores y el gobierno. La Organización Internacional del Trabajo, entre otras, ha defendido desde hace largo tiempo la representación tripartita como un medio de protección contra influencias políticas no deseadas y como una manera de garantizar la participación de quienes se ven más afectados por el régimen de seguridad social.*

- Las responsabilidades del consejo de administración deben ser consistentes con el objetivo principal del régimen de seguridad social, que es pagar las prestaciones y brindar los servicios prometidos. El consejo de administración debe hacer todo lo posible para mantener la solvencia financiera del régimen de seguridad social mediante el seguimiento y la administración de todos los riesgos asociados con el régimen, incluyendo en especial los riesgos demográfico, financiero y el riesgo económico general. Bajo el **sistema financiero** adoptado, el nivel de cotización establecido y los ingresos procedentes de las inversiones deberían bastar para financiar las prestaciones y servicios, y la gestión de riesgos debería ser aplicada en la evaluación de la sostenibilidad a largo plazo del régimen.

### 1.3. Institución inversora y comité de inversión

- De conformidad con la legislación que crea el régimen de seguridad social y/o en función de la decisión del consejo de administración del régimen, la **institución inversora** puede ser, o bien la entidad que administra el régimen de seguridad social, o bien una entidad creada expresamente con el objeto de invertir los fondos del régimen. En este último caso, debería haber una clara descripción de la condición jurídica de la institución inversora, de sus principales objetivos y de su estructura interna de gobierno (incluyendo su consejo de administración). Además, en este caso, las Directivas 2, 4, 5, y 6 deberían aplicarse al consejo de administración de la institución inversora, y las directivas 7, 9, 10, 11, 12 y 13 a la propia institución inversora.

**Comentario:** *En algunos casos, la creación de una institución inversora distinta de la entidad que administra el régimen de seguridad social puede presentar ciertas ventajas. Por ejemplo, cuando un ministerio del gobierno es responsable de la administración del régimen de seguridad social, la creación de una institución inversora independiente de dicho*

*ministerio puede garantizar una protección tanto contra la interferencia política como contra la percepción de que habría una interferencia política en las decisiones de inversión que se toman.*

- El consejo de administración del régimen de seguridad social y/o el de la institución inversora deberían nombrar un comité de inversión responsable del desarrollo de una **política de inversión** y de una **estrategia de inversión**. El comité hará recomendaciones sobre estos temas al o a los consejos de administración, y se encargará de controlar su aplicación y de evaluar su eficacia. El comité de inversión debería reunirse regularmente e informar sobre sus actividades al consejo o consejos de administración. La frecuencia de las reuniones del comité debería ser decidida tomando en cuenta las responsabilidades y tareas que se le hayan asignado.

**Comentario:** *Hay que recalcar que el comité de inversión no es lo mismo que la institución inversora ni que el consejo de administración del régimen de seguridad social. El comité de inversión está bajo la responsabilidad del consejo de administración del régimen de seguridad social o bajo la responsabilidad del consejo de administración de la institución inversora y está encargado de recomendar, controlar y evaluar la aplicación de la política de inversión y de la estrategia de inversión.*

*En algunos casos, el presidente del consejo de administración de la institución inversora preside el comité de inversión. El presidente director general de la entidad que administra el régimen de seguridad social puede ser uno de los miembros del comité de inversión. Los demás miembros de dicho comité deberán ser elegidos entre los miembros del consejo de administración del régimen de seguridad social y/o entre los de la institución inversora, en función de su experiencia y conocimientos sobre los diferentes aspectos claves de la gestión de inversiones. También habría que pedir a expertos exteriores que participen en el comité de inversión si los conocimientos necesarios no están disponibles entre los miembros del consejo o de los consejos de administración.*

## **1.4. Responsabilidad**

- Los consejos de administración del régimen de seguridad social y de la institución inversora deberán ser responsables ante los miembros del régimen, sus beneficiarios y otros terceros interesados en el régimen de seguridad social. Para garantizar la responsabilidad de los consejos de administración sus miembros deberán ser responsables por acción u omisión.

**Comentario:** *Un medio de determinar si un miembro de un consejo de administración ha desempeñado correctamente sus responsabilidades es aplicar el principio del "deber legal de prudencia, precaución y diligencia". Según este principio, un miembro al ejercer sus funciones oficiales o al cumplir con sus obligaciones, debe actuar honestamente y de buena fe, teniendo siempre en cuenta el interés principal del régimen de seguridad social y de los*

*miembros del régimen. De la misma manera, el miembro debe ser tan cuidadoso, diligente y capaz como una persona razonablemente prudente lo sería en circunstancias comparables (es decir aplicar los **principios de prudencia**). Si el miembro, a causa de su profesión o actividad, tiene conocimientos o capacidades particularmente relevantes para su función, se espera que dicho miembro aplique dichos conocimientos o capacidades particulares al ejercer sus responsabilidades.*

- La responsabilidad de los consejos de administración del régimen de seguridad social y de la institución inversora exige que haya un proceso transparente de selección de los miembros de estos consejos y de toma de decisiones; así como reuniones regulares y comunicación de la información y de las decisiones a los miembros del régimen, a los beneficiarios y a otros terceros interesados, incluyendo información sobre la financiación del régimen y su situación financiera.

**Comentario:** *Al momento del nombramiento del consejo de administración, cada miembro deberá informar sobre todos sus intereses económicos y vínculos que puedan resultar de ellos, o parecer resultar, y que pudiesen generar un conflicto de intereses con la ejecución de sus deberes como miembro del consejo de administración. Cada miembro deberá también informar sobre cualquier interés económico o vínculo que pudiese establecer después de su nombramiento y ello durante todo el término de su mandato en el consejo de administración.*

*Si el consejo de administración trata sobre un tema respecto al cual un miembro tiene un interés financiero directo, o podría parecer tener dicho interés, dicho miembro debería retirarse de la parte de la reunión durante la cual el tema se discute y no debería votar sobre dicho tema. Habría que mencionar en las actas de la reunión que el miembro renunció de motu proprio a participar en la consideración del tema.*

## **1.5. Idoneidad**

La pertenencia a los consejos de administración del régimen de seguridad social y de la institución inversora (así como a cualquier comité de inversión específico) debería depender de criterios mínimos de idoneidad, para garantizar un alto nivel de integridad y profesionalismo en el buen gobierno y la administración del régimen de seguridad social y de la institución inversora.

## **1.6. Asesoría por parte de expertos**

Cuando los consejos de administración del régimen de seguridad social y de la institución inversora carezcan de los conocimientos suficientes para tomar decisiones plenamente informadas y para cumplir con sus responsabilidades, éstos deberán solicitar consejo a expertos o nombrar profesionales para que desempeñen ciertas funciones. Los contratos de asesoría por parte de expertos deberían normalmente estar abiertos a la competencia, siendo independientes entre sí en función del tipo de asesoría necesaria. Los expertos deberían ser

nombrados habida cuenta de la calidad de su experiencia y no solamente en función de la oferta más barata.

***Comentario:** Al contratar asesores externos, el consejo o consejos de administración del régimen de seguridad social y/o de la institución inversora deberán asegurarse de que tengan suficiente conocimiento como para definir sus exigencias de inversión, para comprender las consecuencias de las propuestas que les sean presentadas y para evaluar aquellas propuestas en el marco de los objetivos generales del régimen de seguridad social. Si el consejo o consejos de administración no están seguros de que los asesores tienen los conocimientos necesarios, deberían obtener una opinión independiente procedente de expertos que no tengan ningún interés material en el resultado de las decisiones tomadas.*

## 1.7. Auditor

- El gobierno o el consejo de administración del régimen de seguridad social deberán nombrar un auditor que sea independiente del gobierno, del consejo de administración del régimen de seguridad social, de la entidad que administra el régimen de seguridad social, así como de la institución inversora, a fin de que lleve a cabo auditorías anuales del régimen de seguridad social. El auditor debería estar libre de cualquier interferencia política.

***Comentario:** Si la institución inversora es diferente de la entidad que administra el régimen de seguridad social, deberán llevarse a cabo auditorías independientes de cada una de ellas.*

- Si en el cumplimiento de su deber profesional o estatutario, el auditor conoce de información que podría tener importantes consecuencias negativas sobre la situación financiera o sobre la organización administrativa y contable del régimen, o toma conocimiento de información sobre importantes carencias de los sistemas de control, dicho auditor deberá presentar un informe al gobierno o al consejo de administración (en función de quién le haya nombrado). Si el auditor informa al consejo de administración y éste no adopta las medidas apropiadas para remediar la situación dentro de un lapso de tiempo especificado, el auditor deberá también presentar un informe al gobierno.
- Un comentario del auditor debería acompañar los balances financieros anuales del régimen de seguridad social y éstos deberían estar a disposición del público.

## 1.8. Actuario

- El gobierno o el consejo de administración del régimen de seguridad social nombrarán un actuario para llevar a cabo exámenes actuariales periódicos del régimen. El actuario debería estar libre de cualquier interferencia política.

*Comentario:* Si el actuario es un empleado del ministerio del gobierno encargado de controlar el régimen de seguridad social, o del consejo de administración o de la entidad que administra el régimen, el trabajo del actuario debería ser revisado por otro actuario independiente o a través de una auditoría actuarial.

- Si como resultado del cumplimiento de sus deberes profesionales o legales, el actuario determina que la sostenibilidad financiera del régimen de seguridad social está en peligro hasta tal punto que el régimen podría cesar de cumplir o podría ser incapaz de cumplir con sus obligaciones, o que dicho régimen no pueda cumplir con las disposiciones legales, o si dicho régimen hace frente a la posibilidad de un déficit de sus ingresos respecto a sus gastos en el futuro, déficit que no podrá ser cubierto por las reservas, el actuario deberá presentar un informe al gobierno o al consejo de administración del régimen de seguridad social (en función de quién le haya nombrado). Si el actuario informa al consejo de administración del régimen de seguridad social y éste no adopta las medidas apropiadas para remediar la situación dentro de un lapso de tiempo especificado, el actuario deberá también presentar un informe al gobierno o directamente al parlamento.

*Comentario:* El proceso de determinación de los supuestos en que se basa el examen actuarial debería ser transparente y basarse en consideraciones objetivas.

- El informe del actuario sobre el examen actuarial debería publicarse lo más rápidamente posible.

## 1.9. Custodio

La custodia de los activos del régimen de seguridad social puede ser llevada a cabo por la entidad que administra el régimen, por la institución inversora, por una entidad gubernamental tal como el Banco Central o Hacienda Pública o por un **custodio** independiente. Si el consejo de administración del régimen de seguridad social nombra un custodio independiente para custodiar y garantizar la seguridad de los activos del régimen, los activos del régimen deberían estar jurídicamente separados de los demás activos del custodio. El custodio no debería poder eximirse de su responsabilidad confiando a un tercero todo o parte de los activos que están bajo su custodia.

*Comentario:* El custodio debería cuadrar las transacciones independientes y las posiciones a intervalos regulares.

## 2. Prerrequisitos del buen gobierno: mecanismos de gobierno

Además de una buena estructura de gobierno, también deberían existir mecanismos adaptados de buen gobierno. Los regímenes de seguridad social deberían tener mecanismos apropiados de control, comunicación e incentivo para alentar la toma de buenas decisiones, su ejecución correcta y oportuna, la transparencia y los exámenes y evaluaciones regulares.

## 2.1. Sistemas de control

Deberían existir sistemas apropiados de control para garantizar que todas las personas u órganos que tengan responsabilidades operativas y de control actúen de conformidad con los objetivos fijados en la legislación que crea la entidad que administra el régimen de seguridad social o la institución inversora, cuando la institución inversora sea diferente de la entidad que administra el régimen de seguridad social. Estos sistemas de control deberían cubrir todos los procedimientos organizativos y administrativos básicos, incluyendo la evaluación de los resultados, los mecanismos de compensación, los sistemas y procesos de información, los procedimientos de gestión de riesgos y el examen regular de los expertos asesores y de cualquier tipo de dispositivo contractual.

## 2.2. Sistema interno de transmisión de la información

Hay que crear canales de transmisión de información entre la entidad que administra el régimen de seguridad social, el consejo de administración del régimen, la institución inversora, el gobierno y otras personas que participan en la administración del régimen. Estos canales deben garantizar la transmisión efectiva y oportuna de información relevante y exacta.

## 2.3. Comunicación de la información al público

Los consejos de administración del régimen de seguridad social y de la institución inversora deberían comunicar la información relevante a todas las partes interesadas, incluyendo a los miembros del régimen, a los beneficiarios y a otros terceros interesados, y hacerlo de forma clara, precisa y oportuna.

*Comentario: La información que hay que publicar anualmente debería incluir al menos la información siguiente:*

- *los deberes, objetivos y mandato de la entidad que administra el régimen de seguridad social, de su consejo de administración y de la institución inversora (si esta última es diferente de las otras dos);*
- *los comités del consejo de administración del régimen de seguridad social, así como su composición, mandatos y actividades;*
- *un balance financiero del régimen del año anterior, en donde se incluya información sobre los ingresos, gastos, activos y pasivos;*
- *el comentario del auditor sobre el balance financiero;*
- *el informe del actuario sobre el examen actuarial (si este informe fue elaborado desde la última publicación de la información).*

*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.*

## 2.4. Compensación

Los miembros del régimen, sus beneficiarios y otros terceros interesados deberían poder acceder a mecanismos estatutarios de compensación rápidos, mediante un órgano establecido con este objeto o través de los tribunales.

## 3. Inversiones

### 3.1. Objetivos

- Hay dos objetivos *principales* en la inversión de los fondos de la seguridad social:
  - *la seguridad*: las inversiones deberían ayudar al régimen de seguridad social a cumplir con sus compromisos de forma rentable;
  - *la rentabilidad*: las inversiones deberían generar los mayores rendimientos posibles, dentro de la medida del riesgo aceptable.

La inversión de los fondos de la seguridad social debe ser hecha con el objeto de lograr un equilibrio razonable entre estos dos objetivos.

*Comentario: La importancia de la seguridad de los activos y el rendimiento que generen dichos activos para mantener la sostenibilidad financiera del régimen de seguridad social en función de su sistema financiero deberían ser puntos que se tengan siempre en cuenta al tomar decisiones de inversión. En el pasivo del régimen de seguridad social se deben tomar en cuenta las exigencias de liquidez y de los vencimientos del régimen.*

- La utilidad social y económica de las inversiones también puede ser tomada en cuenta. En este caso, sin embargo, no debe ser sino secundaria respecto a los dos objetivos principales de seguridad y rentabilidad. Además, deben establecerse criterios claros para determinar en qué circunstancias y hasta qué punto la utilidad social y económica será tomada en cuenta. Cuando el gobierno o el consejo de administración del régimen de seguridad social consideran que habría que efectuar una inversión en un proyecto determinado de utilidad social y económica, aunque los beneficios previstos sean inferiores a los beneficios promedio del mercado, la inversión deberá ser estructurada de tal manera que pueda ser subsidiada a partir de otros recursos gubernamentales, para evitar comprometer la responsabilidad fiduciaria del régimen de seguridad social.

*Comentario: Las inversiones de utilidad social y económica incluyen, por ejemplo, inversiones en iniciativas del sector privado, en empresas estatales, en préstamos para estudiantes, en viviendas de bajo costo, en instalaciones para personas de edad, en infraestructura de salud, en el turismo y en proyectos que mejoren los recursos humanos. En muchos países estos tipos de inversiones podrían constituir una importante contribución a las tasas de crecimiento nacional a largo plazo incluso si las tasas de rentabilidad*

*indirectas no siempre están plenamente reflejadas en las tasas de rentabilidad monetarias. Al contribuir al crecimiento económico nacional a largo plazo, estas inversiones pueden mejorar la situación financiera del régimen de seguridad social en lo referente al número de miembros, al monto de sus ingresos asegurables y a la tasa de rendimiento de las inversiones del régimen.*

*Las inversiones efectuadas en función de su utilidad económica y social deberían ser controladas continuamente. Para permitir que el régimen de seguridad social haga esto, éste debería contar con un representante en el consejo de administración de los proyectos cuando éstos incluyan una importante inversión de fondos de seguridad social.*

## 3.2. Enfoque integrado

La inversión de los fondos de un régimen de seguridad social debería tomar en cuenta el sistema financiero de dicho régimen y ser consistente con sus objetivos de financiación a corto, mediano y largo plazo. Las obligaciones del régimen establecidas en la legislación, el flujo de caja futuro esperado y la idoneidad de los diferentes tipos de inversión para cumplir los objetivos de inversión del régimen son factores que deberían ser tomados en cuenta.

## 3.3. Política y estrategia de inversión

- La política de inversión de un régimen de seguridad social debe basarse en el principio de prudencia y en **restricciones cuantitativas** apropiadas. Además debe incluir los conceptos siguientes:
  - gestión de riesgos;
  - **diversificación** y **dispersión**;
  - correspondencia entre activos y pasivos, incluyendo consideraciones sobre su duración y vencimiento;
  - correspondencia entre las divisas;
  - evaluación y supervisión del rendimiento.

**Comentario:** *Al establecer la política y estrategia de inversión, los consejos de administración del régimen de seguridad social y de la institución inversora deben determinar el grado de riesgo y la tolerancia al riesgo que el régimen puede mantener. Factores tales como la volatilidad de las cotizaciones y de los activos deben ser considerados a la par de los objetivos financieros. Los consejos de administración del régimen de seguridad social y de la institución de inversión deben comprender muy bien las obligaciones del régimen, el objeto de sus inversiones y la combinación de activos apropiada necesaria para garantizar su solvencia financiera.*

- La política de inversión y la estrategia de inversión deben ser consistentes con el objetivo de financiación del régimen de seguridad social y con sus necesidades de flujo de caja. La política de inversión puede necesitar que la institución inversora cuente con sistemas

apropiados de control para garantizar que los cinco conceptos mencionados en el primer inciso más arriba hayan sido debidamente tomados en cuenta.

- La importancia económica, social y financiera que tiene la inversión de los fondos de la seguridad social en un país exige que, dentro del contexto de estas Directivas, la política de inversión del régimen de seguridad social se establezca tomando en cuenta las políticas económicas de las autoridades financieras nacionales tales como el Ministerio de finanzas o el Banco Central.

**Comentario:** *En muchos países los fondos de la seguridad social representan gran parte del mercado de capitales. Por tanto, la inversión de estos fondos debe tener en consideración los objetivos nacionales a largo plazo que pueden no ser enteramente reflejados si se aplica una estrategia basada exclusivamente en la maximización de los beneficios. En el fondo, la sostenibilidad de cualquier régimen de seguridad social depende del crecimiento económico nacional.*

*Si bien los puntos de vista de las autoridades financieras nacionales son una consideración legítima que tener en cuenta al fijar la política y estrategia de inversión, dichas autoridades no deben participar en aplicación de la estrategia. En particular, no deberían tener derecho a dictar inversiones específicas que debería llevar a cabo el régimen de seguridad social o su institución inversora.*

- El consejo de administración del régimen de seguridad social y el de la institución inversora deberán formular oficialmente una declaración de política y estrategia de inversión, declaración que debe estar a disposición del público.

**Comentario:** *La política de inversión deberá ser regularmente examinada por el consejo de administración de la institución inversora (al menos una vez cada tres años). La estrategia de inversión debería ser objeto de un examen y evaluación continuos.*

### 3.4. Restricciones a las inversiones

- No se fijará un nivel mínimo de inversión para ninguna categoría de inversiones, salvo en circunstancias excepcionales y temporales o por motivos de extrema prudencia.

**Comentario:** *La disposición que prohíbe los niveles mínimos de inversión en ciertas categorías se refiere a reglas impuestas desde el exterior al régimen de seguridad social o a la institución inversora. Se aplica en especial en lo que se refiere a la deuda pública. Los fondos de la seguridad social no deberían ser un medio utilizado por los gobiernos para financiar sus déficit y deudas.*

*Esta disposición, sin embargo, no impide que el consejo de administración del régimen de seguridad social o el de la institución inversora fije niveles mínimos de inversión como parte de su política de inversión.*

*En particular, hay que prever un nivel mínimo de valores del mercado monetario a corto plazo o de efectivo, que serán necesarios para pagar prestaciones inmediatas y para responder a otras obligaciones a medida que éstas vayan venciendo.*

- Hay que fijar niveles máximos de inversión por categoría en función de las **reglas de prudencia**. La institución inversora debería poder exceder dichos límites bajo ciertas condiciones (por ejemplo dentro de un plazo fijado) y tal vez mediante autorización previa del consejo de administración del régimen de seguridad social y/o del gobierno.
- Las inversiones en un activo o valor determinado, o en activos o valores de una industria o entidad determinada que no sea el gobierno, deberán limitarse a una proporción determinada de la cartera total de valores del régimen de seguridad social. La institución inversora no deberá poseer más allá de una cantidad específica del **valor de mercado** total de un tipo de activo determinado o de los activos de una industria o entidad determinadas.
- El gobierno o el consejo de administración del régimen de seguridad social podrán establecer una lista de activos admitidos o recomendados. Esta lista puede, o bien ser exhaustiva y obligatoria o bien ser facultativa. En este último caso, la institución inversora deberá justificar cualquier desviación sustancial de dicha lista.

**Comentario:** *Antes de adoptar el enfoque de la "lista" hay que ser muy prudente, porque este enfoque supone serias restricciones para la asignación estratégica de los activos. Si se utiliza el enfoque de la lista, una lista de activos admitidos es menos problemática que una de activos recomendados.*

- Ciertas categorías de inversiones deberían ser limitadas o prohibidas, por ejemplo, préstamos sin las garantías apropiadas o con plazos que no serían aceptables en el mercado, acciones de empresas que no cotizan en bolsa, así como inversiones que plantean graves riesgos de conflicto de interés. Las inversiones en valores de tipo unipersonal o en valores de empresas que no cotizan en bolsa deberían ser objeto de mecanismos muy restrictivos de aprobación y transparencia, con la obligación de demostrar que los términos de la inversión son justos y que no están sujetos a una influencia o control indebidos. Deben existir medidas para prevenir cualquier apropiación ilegal de los fondos.
- Las inversiones internacionales deben normalmente limitarse a valores de primera calidad calificados como aptos para la inversión por las agencias especializadas, que sean, además, apropiados para el régimen de seguridad social. Hay que tener mucho cuidado en la administración del riesgo cambiario.
- La utilización de productos financieros **derivados** como instrumento de gestión de inversiones puede ser útil y eficaz si se lleva a cabo de forma prudente para administrar y

dar *cobertura* a los riesgos (por ejemplo para reducir el riesgo cambiario). Sin embargo, las posiciones en productos financieros derivados no cubiertas pueden exponer a la institución inversora a grandes riesgos. Por tanto, hay que crear estructuras de administración de riesgo apropiadas para controlar el uso de los derivados y el respeto de estas estructuras debería ser cuidadosamente verificado.

### 3.5. Principios de prudencia

- La aplicación de los principios de prudencia o del concepto del *experto prudente* pueden permitir reducir las restricciones cuantitativas de las inversiones. Esto, sin embargo, exige que el consejo de administración del régimen de seguridad social y el gobierno confíen en los sistemas internos de administración y control de la cartera de inversión de la institución inversora. Si se aplican los principios de prudencia a la administración de las inversiones de los fondos de la seguridad social, este principio deberá ser plasmado en un cuerpo reglamentario mínimo por parte del consejo de administración del régimen de seguridad social o por parte del gobierno.

*Comentario: A menos que las modalidades de aplicación del principio de prudencia sean suficientemente precisas, ciertas actitudes imprudentes podrían tener lugar. Estos principios, o al menos su interpretación, pueden variar mucho en función de los países.*

- Sean cuales fueren los principios de inversión que adopte la institución inversora, siempre deberán existir administradores competentes y honestos para aplicarlos. Por tanto, es esencial garantizar la competencia e integridad de los administradores. El consejo de administración del régimen de seguridad social o de la institución inversora deberá adoptar criterios sobre la experiencia necesaria para los gestores de inversiones y para otros asesores sobre política y estrategia de inversión y su aplicación.
- A medida que se aplique más el principio de prudencia y se disminuyan las restricciones cuantitativas, mayor será la responsabilidad fiduciaria que recaiga en los funcionarios de la institución inversora y en los miembros de su consejo de administración para garantizar la responsabilidad de cualquier persona que abuse de la independencia que le confiere la aplicación de estos principios. El régimen de seguridad social deberá tener una estructura apropiada para controlar las decisiones tomadas en función del principio de prudencia (por ejemplo, a través del nombramiento de otras personas calificadas en el comité de inversión y en el consejo de administración de la institución inversora, o a través de un sistema de auditoría externa independiente).

### 3.6. Evaluación

Los activos serán evaluados de conformidad con los principios de contabilidad generalmente aceptados. El objetivo deberá ser garantizar que la información sobre las inversiones sea lo más transparente posible. Para lograr este objetivo, también habrá que informar al público sobre los resultados que podrían ser logrados si se utilizaban las principales metodologías

alternativas (por ejemplo, el valor de mercado o *valor teórico* cuando los activos son valorados en función de su *coste histórico*).

### **3.7. Análisis del rendimiento**

- Deberá llevarse a cabo un análisis periódico de cada clase de activos y de la totalidad de la cartera para determinar las tasas de rendimiento nominal, ajustada en función del riesgo y ajustada en función de la inflación (real). Este análisis deberá incluir comparaciones con las tasas de rendimiento previstas y con los índices apropiados, para permitir que el consejo de administración del régimen de seguridad social evalúe los resultados de las inversiones, actualice la estrategia de asignación de activos y haga los ajustes necesarios a la política y estrategia de inversión.
- El análisis de las inversiones debería ser puesto a conocimiento del público.

## Anexo

### Glosario

<b>Buen gobierno</b>	Todos los sistemas y procesos mediante los cuales una institución o gobierno administra sus asuntos con el objeto de maximizar el bienestar y de resolver los conflictos de intereses entre todos los interesados.
<b>Cobertura</b>	Una forma de compensación del riesgo usando transacciones compensatorias o transacciones de cobertura cuyo objeto es compensar un riesgo existente o potencial mediante la eliminación o disminución del elemento de riesgo (en particular sobre el precio, la tasa de interés o la tasa de cambio).
<b>Consejo de administración</b>	Grupo de personas que, según la legislación o reglamentos que crean una entidad, está encargado del buen gobierno de dicha entidad.
<b>Coste histórico</b>	Método de valoración de los activos basado en el precio pagado en el pasado por el mismo activo o por activos similares.
<b>Custodio</b>	El agente contratado por el consejo de administración del régimen de seguridad social o de la institución inversora para custodiar y salvaguardar los activos del régimen de seguridad social.
<b>Derivados</b>	Productos híbridos del mercado financiero basados en otros instrumentos tales como acciones, obligaciones, índices o productos básicos.
<b>Dispersión</b>	La distribución de los activos entre las diferentes categorías de activos.
<b>Diversificación</b>	La distribución de activos específicos dentro de una categoría determinada de activos.
<b>Estrategia de inversión</b>	El plan aprobado por el consejo de administración de la institución inversora para aplicar la política de inversión.
<b>Institución inversora</b>	La entidad responsable de la inversión de los fondos de un régimen de seguridad social. De conformidad con la legislación o con la decisión del consejo de administración del régimen, dicha entidad

puede ser o bien la entidad que administra el régimen de seguridad social o bien una entidad creada expresamente para ocuparse de las inversiones del régimen.

<b>Miembros del régimen</b>	Las personas protegidas por el régimen de seguridad social en virtud de las cotizaciones que pagan o que son pagadas a su nombre.
<b>Política de inversión</b>	Los principios y procedimientos de inversión establecidos por el consejo de administración de la institución inversora.
<b>Principio del experto prudente</b>	Reglas o principios que recalcan la necesidad de conocimientos verdaderamente especializados así como un comportamiento consistente con el principio de prudencia.
<b>Principios de prudencia</b>	Reglas o principios que gobiernan el comportamiento individual y que exigen que una persona ejerza el mismo cuidado, diligencia y capacidad al cumplir con los deberes que le impone su función que una persona razonablemente prudente ejercería en circunstancias comparables
<b>Reglas de prudencia</b>	Cualquier regla (restricciones cuantitativas, principio de prudencia, principio del experto prudente, etc.) cuyo objeto sea la promoción de la seguridad financiera de las personas concernidas.
<b>Restricciones cuantitativas</b>	Reglas que prescriben una asignación mínima o máxima de las inversiones a activos específicos o a clases de activos. Dependiendo del país concernido estas reglas pueden figurar en la legislación que crea el régimen de seguridad social, en las directivas de las autoridades financieras nacionales tales como el Ministerio de finanzas o el Banco Central, o en las decisiones del consejo de administración del régimen.
<b>Sistema financiero</b>	El método mediante el cual se asignan los fondos para cubrir el costo de los beneficios y de los servicios previstos a medida que se cumplen sus plazos, y que permite mantener el equilibrio entre los ingresos y los gastos. Los sistemas financieros van desde el sistema de capitalización individual hasta el sistema de reparto.
<b>Terceros interesados</b>	Todos los individuos y organizaciones afectados materialmente por el régimen de seguridad social, incluidos (en función de la legislación de creación del régimen) los miembros del régimen, los

beneficiarios, los empleadores, los trabajadores, las organizaciones que representan a cualquiera de estas categorías y el gobierno.

**Valor de mercado**

Método de valoración de los activos basado en el precio del mismo activo o de un activo similar en un mercado abierto al momento de la valoración.

**Valor teórico**

Método de valoración de los activos basado en el precio que habría sido acordado en un contrato o trato sin favor, concluido entre dos partes entendidas en el asunto, deseosas de concluir el contrato y sin ninguna obligación de actuar. Esta técnica se utiliza frecuentemente para activos que no se comercian o venden lo suficiente como para establecer un valor de mercado.