



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**

***La experiencia del Fondo de Previsión
de los Asalariados***

Roslan A. Ghaffar
Director Administrativo Adjunto
Fondo de Previsión de los Asalariados
Malasia

ISSA/INVESTMENT CONFERENCE/MERIDA/2005

Aplicación de las directrices en materia de inversión

La experiencia del Fondo de Previsión de los Asalariados

Roslan A. Ghaffar
Director Administrativo Adjunto
Fondo de Previsión de los Asalariados
Malasia

Introducción

El Fondo de Previsión de los Asalariados (*Employees Provident Fund (EPF)*), régimen nacional de ahorro obligatorio establecido en 1951, es un régimen de plena capitalización cuyas cotizaciones proceden tanto de los empleadores como de los asalariados¹. El EPF es una institución de seguridad social que entrega esencialmente prestaciones de vejez a los ciudadanos de Malasia elegibles. En un principio, el objetivo del régimen del EPF consistía en proteger los intereses financieros y los ahorros del grupo de empleados del sector privado con menores ingresos. Sin embargo, en la década de 1970, se extendió el régimen a todos los trabajadores excepto a los empleados del sector público cubiertos por el régimen de pensiones del sector público. En la actualidad, el EPF con sus 10 millones de miembros y una media mensual de MYR² 1.500 millones en cotizaciones, es la institución de seguridad social más importante de Malasia. Sus activos han aumentado constantemente. En 1990, el fondo ascendía a MYR 47.000 millones, mientras que en 2004 el volumen de los activos del EPF era de alrededor de MYR 240.000 millones.

Todo el dinero recaudado por el fondo de previsión se invierte y cuando los miembros se jubilan se les devuelven los beneficios y las cotizaciones principales. Las inversiones del fondo se rigen por sus leyes, políticas, directrices y procesos de ejecución de su función de inversión. El presente documento analiza la aplicación de las directrices de inversión teniendo en cuenta diversos aspectos, es decir, la estructura de gobernanza, los mecanismos de gobernanza, el objetivo de inversión del fondo, la estrategia, las directrices y la incidencia de las directrices durante la implementación.

Estructura de gobernanza

El EPF es un organismo supervisado directamente por el Ministerio de Finanzas. Sus actividades de inversión están reglamentadas y dictadas por diversas leyes, políticas y

¹ A partir de julio de 2004, los trabajadores contribuyen con el 11 por ciento y los empleadores con el 12 por ciento de los salarios.

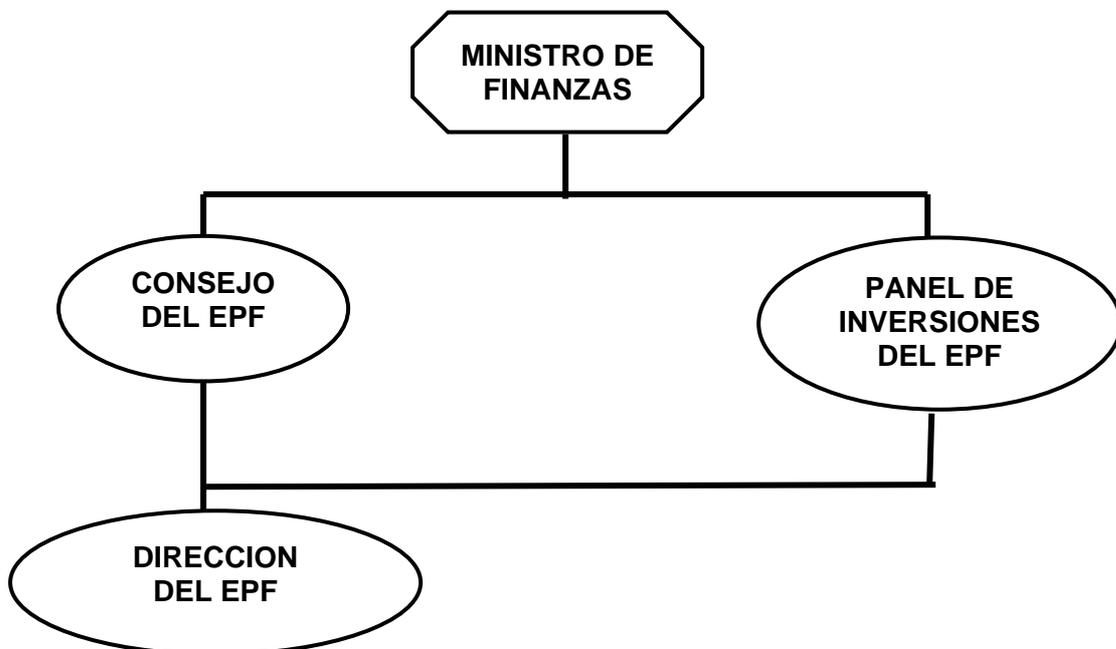
² MYR = Ringgit malasio. USD 1,00 = MYR 3,74 en agosto de 2005.

directrices. Para cumplir con sus obligaciones de inversión, el EPF acata procesos de inversión y directrices muy estrictas. Dos de las leyes que rigen las actividades de inversión del fondo son la Ley del EPF del 1991 y la Ley del fideicomiso de 1949, diseñadas para garantizar la seguridad de los ahorros de los miembros. Todo el dinero perteneciente al fondo se invierte de conformidad con las disposiciones de la sección 26 de la Ley del EPF de 1991 que también garantiza a sus miembros el pago de un dividendo mínimo de 2,5 por ciento anual. La Ley del fideicomiso contiene medidas adicionales para garantizar seguridad y prudencia en las inversiones en acciones del fondo.

Como garantía de transparencia y responsabilidad, el EPF está administrado por un consejo cuyos miembros son nombrados por el ministro de finanzas. El consejo del EPF es responsable del acatamiento de las leyes y reglamentaciones existentes y de la protección y promoción de los intereses de los miembros, teniendo en cuenta los intereses de otras partes. El consejo está compuesto por miembros procedentes de diversos grupos de interés y se caracteriza por una combinación adecuada y equilibrada de competencias y experiencias. El consejo está conformado por 20 miembros sin poderes ejecutivos, salvo para el director ejecutivo. Aparte del presidente y del director ejecutivo, el consejo está compuesto por 5 representantes de los asalariados, 5 representantes patronales, 5 representantes del gobierno y 3 profesionales del sector comercial, financiero y económico que incrementan su fiabilidad e independencia.

De conformidad con las mejores prácticas, las responsabilidades y papeles respectivos del presidente y del director ejecutivo están repartidos y definidos para garantizar un equilibrio de poder y autoridad. El presidente es responsable del control y de la eficiencia del consejo, mientras que el director ejecutivo asume la responsabilidad general de las operaciones diarias, de la eficiencia organizacional y de la aplicación de las políticas y decisiones del consejo.

Gráfico 1. Estructura institucional del EPF



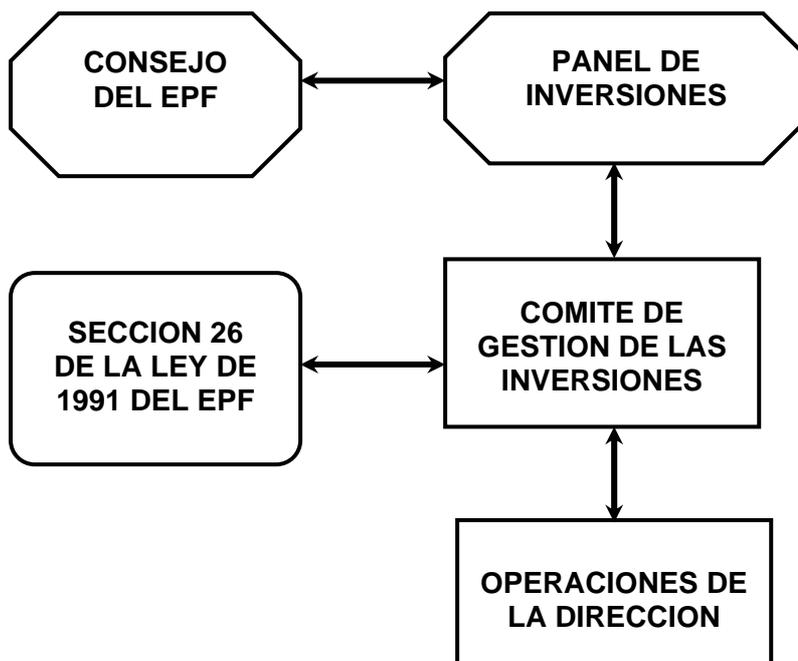
Las decisiones de inversión del EPF pasan por un proceso estricto y disciplinado para proteger los intereses de los miembros. La Ley del EPF de 1991 estipula el establecimiento

de un panel de inversiones, entidad de nivel equivalente al consejo del EPF. Los miembros del panel de inversiones, también nombrados por el ministro de finanzas, incluyen al presidente del consejo en calidad de presidente y al director ejecutivo como funcionario por derecho, a un representante del banco central, a un representante del Ministerio de Finanzas y a tres expertos independientes en finanzas e inversiones. El panel de inversiones está a cargo de todos los asuntos relacionados con las inversiones del fondo: establece y aprueba directrices, políticas de riesgo, control y asignación de riesgos y define la orientación estratégica para las inversiones del fondo con la aprobación del Ministerio de Finanzas. Establecidos el panel de inversiones y las líneas directrices, el EPF puede operar dentro de un marco adecuado para las inversiones del fondo de previsión.

Dentro del EPF, el comité de gestión de las inversiones (CGI) está a cargo de la supervisión de las operaciones de inversión habituales. El CGI, del cual forman parte altos directivos, se encarga del control inicial de las operaciones de inversión y se reúne una vez por semana para resolver todas las cuestiones que se han delegado a la dirección. Las cuestiones que exigen decisiones de alto nivel en general se debaten en la reunión del panel de inversiones.

El EPF cuenta con cuatro secciones que gestionan todas las actividades de inversión de los activos del fondo. Cada sección está a cargo de un tipo de activo y se rige por los procedimientos y directrices de inversión del EPF. La sección de acciones asume la responsabilidad directa de compra de activos en el mercado, mientras que la sección de finanzas empresariales evalúa y negocia tipos de crédito y la compra de títulos de deuda privada. La sección de tesorería adquiere y negocia valores del Estado, es decir, títulos del Estado de Malasia (TEM), y opera con instrumentos del mercado monetario. Por último, la sección de propiedades se ocupa de las inversiones en propiedades del EPF. Dada la creciente complejidad de las carteras de inversión, cada sección está secundada por una unidad de investigación que coopera con material de asesoría e investigación y supervisa a su respectivo administrador de fondos externo. Esta estructura permite que las actividades de inversión se lleven a cabo de modo coherente y disciplinado.

Gráfico 2. *Administración de las inversiones del EPF*



Mecanismos de gobernanza

Para que las obligaciones fiduciarias del fondo se realicen con integridad, transparencia y profesionalismo, es importante que el EPF cuente con un mecanismo de gobernanza que mejore la credibilidad e instaure un clima de confianza. Las principales cuestiones giran en torno a los sistemas de control y a los elementos que participan en la aplicación de las directrices de inversión. A continuación, se analiza la divulgación de información, que es otro ingrediente clave del mecanismo de gobernanza.

Sistemas de control

Las responsabilidades operacionales de supervisión han mejorado progresivamente a medida que las inversiones del fondo han ido aumentando. En esta sección se recalcan tres sectores, a saber, la gestión de los riesgos, la división entre operaciones de *back office* y *front office*, y la auditoría.

Consciente de la importancia de la gestión de los riesgos, el EPF está elaborando e instaurando, con la ayuda de un grupo de asesores, un marco de gestión de los riesgos de inversión que debería finalizarse a fin de este año. Este esfuerzo consciente por parte del EPF no solo pretende garantizar una buena gobernanza sino también añadir valor al proceso de administración de las inversiones del fondo. A tal efecto, el EPF ha establecido un departamento de gestión de los riesgos para supervisar todas las actividades de inversión a fin de reducir los riesgos y proteger los ahorros de los miembros y sus activos. El departamento de gestión de los riesgos y el comité de gestión de los riesgos desempeñan un papel esencial ya que ayudan al consejo a revisar, determinar, supervisar y elaborar políticas, procesos, sistemas y controles para gestionar y mitigar los riesgos vinculados con la inversión y la protección de los activos del fondo.

Asimismo, se han reestructurado las funciones de inversión del EPF para incrementar la eficiencia y la transparencia en todas las actividades de inversión, lo cual exige la separación de las operaciones de *back office* y *front office*. Las operaciones de *front office* comprenden inversiones, como por ejemplo la compraventa de acciones y bonos y transacciones con instrumentos del mercado monetario. El *front office* también incluye el análisis de nuevas posibilidades de inversión y del proceso de debida diligencia. Por otro lado, el *back office* asume responsabilidades financieras como la compilación de datos de inversión y el procesamiento contable. La separación entre *back office* y *front office* garantiza confidencialidad, transparencia y exactitud en las comunicaciones y sirve de sistema de frenos y balances. De este modo, la dirección puede supervisar de modo efectivo todas las actividades de inversión y cumplir con las políticas y directrices aprobadas.

Para reforzar la estructura y la observancia de la función de supervisión, el departamento de auditoría interna verifica con regularidad los procesos de negocios y operaciones para evaluar el acatamiento, la eficiencia, la idoneidad y la integridad de los controles internos. El departamento de auditoría interna comunica sus conclusiones directamente al comité de auditoría del consejo que verifica la coherencia y la exactitud de las cuentas del EPF. Una auditoría gubernamental externa, la oficina del auditor general, también verifica las cuentas y los procesos del fondo para garantizar el buen desempeño general y evitar abusos.

Divulgación de información

La transparencia y la divulgación de información de modo claro, correcto y oportuno a todos los interesados, es decir, empleadores, gobierno, organizaciones no gubernamentales y público en general, constituyen un aspecto esencial del mecanismo de gobernanza. Así pues, la oficina del auditor general verifica las cuentas del EPF antes de remitirlas al parlamento. Su informe anual contiene una descripción completa de los resultados financieros y operacionales del EPF y se pone a libre disposición del público mediante el envío de copias a diversos departamentos del gobierno y su difusión en bibliotecas muy concurridas. Las cuentas se preparan de conformidad con las normas contables aprobadas y cumpliendo con la circular de tesorería.

El fondo también publica su estado financiero trimestral y anual en un periódico importante y en sus sitios Web para que el público pueda consultarlo. La calidad y el nivel de la difusión del informe anual son comparables a los del sector privado y a veces superan los requisitos legales. Por ejemplo, los estados financieros del EPF se reparten en cotizaciones de grandes tipos de activos y se informa claramente sobre las principales actividades. Además, dos veces al año el EPF publica y presenta a sus miembros estados de cuentas con detalles sobre las cotizaciones recibidas, los dividendos de las cuentas acreditadas y los saldos acumulados.

El EPF también dialoga de vez en cuando con grupos de interesados. En lo que atañe a las actividades de inversión, el desempeño y demás información, la comunicación con los miembros y otros interesados se lleva a cabo a través de la prensa, la televisión y la radio. Por otro lado, se alienta a los miembros y otros interesados a expresar sus opiniones, someter preguntas o presentar quejas directamente a las oficinas del EPF o por intermedio de la prensa.

Las inversiones del EPF: Objetivo, estrategia y directrices

Objetivo

En su calidad de fondo de previsión nacional, el principal objetivo de inversión del EPF es buscar un equilibrio entre rentabilidad y prudencia. Las inversiones se realizan solo si el nivel de riesgo es aceptable y si garantizan una tasa de rentabilidad real positiva a largo plazo. Algunos de los puntos esenciales en toda decisión de inversión son la seguridad, la estabilidad, la liquidez y una rentabilidad en función de los riesgos justa para los miembros.

Estrategia y directrices

A fin de alcanzar su objetivo, el EPF ha diseñado una estrategia a largo plazo basada en una prudente asignación estratégica de activos. La asignación estratégica de activos ofrece las directrices generales para la asignación de activos (Cuadro 1). Al diseñar la asignación estratégica de activos, el EPF tuvo en cuenta el rápido incremento del volumen de sus activos y la disminución de las inversiones en títulos del Estado de Malasia debido a la restricción de la oferta. Sin embargo, la enmienda a la Ley del EPF de 1991 permitió que éste diversifique sus inversiones para incluir otros títulos de renta fija, entre ellos créditos y bonos, instrumentos del mercado monetario, acciones y propiedades. La asignación estratégica de activos del fondo se formuló con la ayuda de un asesor internacional y bajo supervisión del panel de inversiones y del consejo y luego fue aprobada por el Ministerio de Finanzas. La asignación estratégica de activos se revisa cada cinco años para adaptarse a

los cambios en las políticas macroeconómicas del gobierno y en las normas de inversión del EPF, al igual que a la continua evolución del mercado de capitales de Malasia. La estrategia de inversión a largo plazo del fondo consiste en priorizar los instrumentos de renta fija que constituyen alrededor del 70 por ciento del total de las inversiones.

Cuadro 1. Asignación estratégica de activos del EPF

Activo	Asignación estratégica de activos (%)	Variación (%)
Títulos del Estado de Malasia	25	15 a 35
Créditos y bonos	25	15 a 35
Instrumentos del mercado monetario	15	5 a 25
Acciones	20	10 a 30
Propiedades	5	0 a 10
Inversiones internacionales	10	0 a 20

Gracias a sus carteras de activos, el EPF gozó de mayor flexibilidad para invertir las cotizaciones de sus miembros. Sin embargo, las inversiones del EPF en carteras de activos pasan por procesos estrictos que respetan las prácticas de gestión prudente del EPF. El desafío consiste en garantizar la preservación del capital además de buscar una rentabilidad óptima para los miembros.

Títulos del Estado de Malasia

Anteriormente, el EPF concentraba sus inversiones en títulos del Estado de Malasia (TEM), puesto que ofrecían una plataforma de rentabilidad segura y razonable. La sección 26 de la Ley del EPF de 1951 estipulaba que éste invierta al menos 70 por ciento de sus fondos en TEM. El volumen de TEM en la asignación de activos del EPF refleja, desde su creación en 1951, el papel del gobierno de Malasia en la promoción del desarrollo económico del país. Un flujo continuo de nuevas emisiones de TEM era suficiente para cumplir con el requisito legal de 70 por ciento de inversiones en TEM. De 1984 a 1990, el porcentaje invertido en TEM siempre osciló entre 80 y 92 por ciento.

Cuadro 2. Asignación de activos del EPF (en porcentaje)

Activo	1985	1995	2004
Títulos del Estado de Malasia	86,3	41,0	39,0
Créditos y bonos	7,0	17,9	31,4
Instrumentos del mercado monetario	3,4	29,8	9,0
Acciones	3,3	10,9	20,0
Propiedades	0,0	0,4	0,6
Total (en miles de millones de MYR)	23,87	45,64	237,1

Sin embargo, el porcentaje comenzó a disminuir, pasando de 74 por ciento en 1991 a 41 por ciento en 1995, año en que el gobierno inició su plan de privatizaciones alentado por el fuerte crecimiento económico y los continuos excedentes fiscales. Ya no era tan necesario basarse en la emisión de TEM para respaldar los esfuerzos de desarrollo del gobierno. La disminución de las emisiones de TEM ejerció importantes repercusiones en las inversiones y en la asignación de activos del EPF. Las enmiendas de 1991 a la Ley del EPF aun exigían que éste invierta al menos 70 por ciento del total de sus fondos en TEM. Sin embargo, la disminución de las emisiones de TEM por parte de gobierno y la incapacidad de cumplir con el requisito de 70 por ciento debido al constante incremento de los activos hicieron que el Ministerio de Finanzas se pronuncie a favor de una exención. Además, para suplir la escasez de TEM, se amplió su definición para incluir otros instrumentos

considerados equivalentes a los TEM, como por ejemplo títulos del Banco Negara Malasia con un vencimiento de al menos tres años y bonos Cagamas, Danaharta y Danamodal³.

El EPF compra TEM en los mercados primario y secundario. En el mercado primario, los TEM se obtienen sea mediante inversiones privadas en las que el gobierno negocia directamente el título sin licitar, sea mediante licitación con un número de ofertas limitado a un máximo de hasta 30 por ciento del total de las emisiones. El EPF también participa en el mercado secundario de TEM por intermedio de instituciones financieras.

Créditos y bonos

La disminución de la oferta de TEM debido al plan de privatizaciones del gobierno y a la ampliación de las normas del EPF de conformidad con la Ley del EPF de 1991 permitió que el fondo invierta en nuevos sectores, tales como proyectos de privatización, sociedades conjuntas, préstamos directos y títulos de deuda privada. Estas inversiones no solo ofrecen un rendimiento estable, sino que prolongan la duración de las inversiones del fondo. De acuerdo con la asignación estratégica de activos, 25 por ciento de los fondos del EPF se asignan a créditos y bonos, mientras que la asignación táctica de activos debe situarse entre 15 y 35 por ciento. A fines de 2004, los créditos y títulos de deuda privada representaban 31,4 por ciento de sus inversiones, mientras que en 1995 ascendían a 17,9 por ciento.

Para garantizar que las inversiones cumplan con las directrices, el EPF emprende con debida diligencia un análisis detallado de los solicitantes de crédito y de los emisores de títulos que presenta al panel de inversiones para obtener su aprobación. Sin embargo, casi todas las inversiones del fondo en créditos y títulos de deuda privada suponen pocos riesgos puesto que en su mayoría cuentan con la garantía del gobierno o de los bancos.

Acciones

Las inversiones del EPF son a largo plazo y en acciones cotizadas en la Bursa Malaysia (Bolsa de Malasia). Al principio, solo una pequeña proporción de los fondos del EPF se invertía en acciones. La proporción de inversiones en acciones aumentó gradualmente hasta llegar a 10 por ciento en 1993. A fines de 2004, la cartera de acciones representaba un 20 por ciento de los fondos totales. El incremento de las inversiones en acciones se debió principalmente a la necesidad de alternativas de inversión tras la disminución de las emisiones de TEM y el rápido crecimiento del volumen del fondo. Si bien el rendimiento de las acciones ha sido elevado, el nivel de riesgo vinculado con la volatilidad del mercado también ha aumentado. Sin embargo, el EPF ha logrado sortear las fluctuaciones adoptando una visión a largo plazo para sus inversiones en acciones.

La sección de acciones del EPF está a cargo de la mayoría de las inversiones en acciones. Sin embargo, el EPF ha nombrado a administradores de cartera externos para encargarse de las acciones nacionales. La selección de los administradores de cartera externos se basa en la evaluación de su filosofía, en el proceso de inversión, en las personas y experiencias, en la coherencia y en los antecedentes de rendimiento durante un mínimo de tres años anteriores. El mandato del administrador de cartera de acciones solo le permite

³ Los bonos Cagamas son emitidos por una sociedad de crédito hipotecario nacional de Malasia, los bonos Danaharta son emitidos por una empresa nacional de gestión de activos, Pengurusan Danaharta Nasional Berhad, y los bonos Danamodal son emitidos por una sociedad establecida con el objetivo específico de revitalizar el sector bancario de Malasia, Danamodal Nasional Berhad.

invertir en el mercado nacional. A fines de 2004, el monto a cargo de los 11 administradores de cartera de acciones externos ascendía a MYR 7.500 millones.

Mercado monetario y propiedades

Las inversiones del EPF en el mercado monetario están principalmente destinadas a satisfacer las necesidades de liquidez de los regímenes de retiro de los miembros. Por definición, las inversiones se limitan a instrumentos del mercado monetario a corto plazo, siendo éste inferior a un año. Inicialmente, las inversiones en instrumentos del mercado monetario consistían en depósitos fijos. Sin embargo, a medida que el volumen del fondo fue aumentando, la lista de instrumentos del mercado monetario se amplió para incluir otros instrumentos, como por ejemplo instrumentos negociables de depósito, aceptación bancaria y títulos comerciales. Este tipo de inversión supone pocos riesgos y ofrece un rendimiento inferior al de los créditos y acciones. La inversión en el mercado monetario aumentó de 4 por ciento en 1985 a 30 por ciento en 1995. La inversión pasó a 9 por ciento a fines de 2004 debido a la gran liquidez en el sistema bancario y al bajo tipo de interés.

Además de las diversas inversiones mencionadas, el plan estratégico de inversiones a largo plazo del EPF comprende inversiones en propiedades que conforman menos del 1 por ciento de las inversiones totales. El límite para las inversiones en propiedades es de 5 por ciento con una variación de 0 a 10 por ciento, como se estipula en la asignación estratégica de activos del EPF.

Conclusión: Repercusiones y futuros desafíos

Repercusiones

Las directrices de inversión del EPF han aportado seguridad y estabilidad al proceso de inversión del fondo, en particular durante la crisis financiera asiática. Las directrices permitieron a la dirección del EPF enfrentar condiciones adversas con mucha confianza. Gracias a la disciplina y al respeto de la asignación de activos establecida, el EPF ha logrado protegerse de la tormenta financiera que perjudicó a muchas economías de la región.

Mediante la implementación de directrices de inversión prudentes, se han protegido las inversiones del EPF permitiendo el incremento de los ahorros de los miembros a un ritmo constante y razonable. La asignación de activos del fondo, con su preferencia por los instrumentos de renta fija, sirvió para amortiguar el bajo rendimiento del mercado de acciones, en particular durante la crisis financiera de 1997. Además, en lo relativo a la liquidez, la posición del fondo era tal que le permitía satisfacer, en todo momento e incluso durante la crisis, todas las solicitudes de retiro de los miembros.

Cambios futuros

El aumento del volumen de los activos ha instado al EPF a adoptar una postura más agresiva, diversificando su asignación de activos para incluir otras inversiones que puedan ofrecer una rentabilidad más elevada a largo plazo. El EPF está extendiendo sus inversiones al sector de las propiedades e incrementando su exposición en fondos de acciones privadas. El EPF seguirá buscando otras oportunidades como las inversiones directas en acciones privadas, priorizando las empresas con buenos antecedentes, un modelo de negocios sólido y un potencial de incremento de los ingresos y los beneficios.

Además de los administradores de cartera de acciones externos, el EPF ha nombrado a administradores de cartera de renta fija con el mandato de administrar activos nacionales en el mercado de bonos de Ringgit. El objetivo de estos administradores de fondos externos no solo es añadir valor, sino también permitir la evaluación comparativa y ampliar la capacidad del mercado nacional de capitales. De conformidad con el presupuesto de 2005 anunciado por el gobierno que prevé duplicar las inversiones de los gestores externos, el EPF continuará confiando una gran proporción de los fondos a administradores de cartera externos. Probablemente así aumente la liquidez en el mercado nacional de capitales.

Por otro lado, recientemente se ha permitido al EPF invertir en una lista de acciones extranjeras por intermedio de administradores de fondos internacionales. A tal efecto, el fondo ya ha nombrado a un custodio mundial y hoy está preparando, junto a la comisión de acciones y un asesor, el nombramiento de nuevos administradores.

Además de buscar nuevas oportunidades de inversión, el EPF se ha empeñado en mejorar el proceso de supervisión. Mediante su trabajo de supervisión de empresas, el EPF observa a las empresas de las cuales detiene numerosas participaciones accionarias. Cada semana, el equipo de altos directivos del EPF visita a las empresas para evaluar su salud financiera y plantear cuestiones de gobernanza empresarial. Como parte de su esfuerzo por supervisar la evolución de sus inversiones, el EPF también ha participado activamente en las reuniones generales anuales y en las reuniones generales extraordinarias de las empresas de las que es accionario.