

## **PROGRAMA DE ASESORIA PARLAMENTARIA**

**Fundación Nuevas Generaciones**

en cooperación internacional con

**Fundación Hanns Seidel**

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

#### **Resumen ejecutivo**

*En el presente trabajo se presentan las directrices y los parámetros objetivos necesarios para optimizar la inversión de los fondos de pensión y jubilación que se encuentran administrados por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS).*

#### **I) Introducción**

La Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) administra los fondos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) cuyo objetivo es preservar los recursos destinados a la seguridad social y atenuar el impacto negativo que sobre el régimen de seguridad social pudiese tener la evolución de variables económicas y sociales.

Teniendo en cuenta la importancia que la inversión de los fondos implica para cada uno de los ciudadanos de la Argentina, y dada la necesidad de contar con una institución pública transparente y responsable, el siguiente documento pretende establecer los parámetros de mercado que la cartera de inversiones del FGS debería respetar. No se busca definir una cartera óptima de inversiones, ya que ello requeriría de una revisión constante conforme los cambios económicos locales y globales.

Estas directivas son de suma importancia por varios motivos. En primer lugar, porque ayudarán a que el régimen de seguridad social realice inversiones solventes, rentables y seguras. En segundo lugar y como se mencionó anteriormente, porque serán un elemento más tendiente a una administración transparente y responsable.

La inversión de los fondos del FGS y de cualquier régimen de seguridad social no es una tarea fácil. Aún contando con una gran variedad de instrumentos y con diversos estudios realizados por profesionales a lo largo de la historia, la experiencia ha demostrado y sigue demostrando que las

#### **FUNDACION NUEVAS GENERACIONES**

Beruti 2480 (C1117AAD)  
Ciudad Autónoma de Buenos Aires (Argentina)  
Tel: (54) (11) 4822-7721  
contacto@nuevasgeneraciones.com.ar  
www.nuevasgeneraciones.com.ar

#### **FUNDACION HANNS SEIDEL**

Montevideo 1669 piso 4° depto "C" (C1021AAA)  
Ciudad Autónoma de Buenos Aires (Argentina)  
Tel: (54) (11) 4813-8383  
argentina@hss.de  
www.hss.de/americalatina

inversiones no carecen de riesgo, es decir que, a priori no se puede saber con certeza el rendimiento de ellas.

Si los fondos se invierten de forma indebida, pueden producir tasas reales de rendimiento negativas, lo que implica que en un futuro los fondos pueden no ser suficientes para afrontar el pago de jubilaciones.

Este documento pretende servir de guía para lograr que los jubilados de la actualidad y del futuro puedan contar con los fondos necesarios para satisfacer, al menos, sus necesidades mínimas.

El trabajo se basa en un análisis del mercado argentino - económico, social y financiero - así como en la observación de la composición de diversas carteras de inversión de regímenes de seguridad internacionales- y se organiza de la siguiente manera: en primer lugar se analizarán los pre-requisitos para una buena estructura de gobierno y los mecanismos de gobierno en lo que respecta a control, comunicación e incentivo para alentar la toma de buenas decisiones, su ejecución correcta y oportuna, la transparencia y los exámenes y evaluaciones regulares. Luego se detallarán las inversiones posibles y los límites que deberían establecerse para cada uno de los instrumentos de la cartera del FGS. Por último se realizará una comparación con las actuales carteras de los fondos de seguridad social de diferentes países del globo.

## II) Estructura del buen 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 actividades sean los más capacitados para hacerlo con plena responsabilidad en sus decisiones.

El buen gobierno es un tema complejo que tiene muchas dimensiones. No sería posible en este documento, tratar todos los aspectos del tema. En ésta sección 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.

Dentro de la estructura de ANSeS, debería haber una clara identificación y asignación de las responsabilidades tanto de gestión como de control. La designación y continuidad de

responsabilidades dentro de la institución debería realizarse independientemente de si el régimen es administrado por uno u otro gobierno, es decir, que debería desvincularse del partido político en el poder. Si el manejo de fondos de la seguridad social no es independiente del gobierno de turno, entonces ello implica que la institución actúa como prestamista, más que como custodio de los fondos de la seguridad social.

Las personas asignadas para controlar o invertir los fondos del FGS deberán ser responsables ante los miembros del régimen, sus beneficiarios y otros terceros interesados en el régimen de seguridad social, respondiendo por su acción u omisión en la toma de decisiones.

La pertenencia a la estructura de recursos humanos del régimen de seguridad social 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.

Aún cuando el régimen esté nutrido de destacados profesionales, en caso que ellos careciesen de los conocimientos suficientes para tomar decisiones plenamente informadas deberán solicitar consejo a expertos consultores. Los contratos de asesoría por parte de expertos deben estar abiertos a la competencia, siendo independientes entre sí en función del tipo de asesoría necesaria. Los expertos deben ser contratados habida cuenta de la calidad de su experiencia y no solamente en función de la oferta más económica.

Asimismo debe existir un consejo de audición que sea independiente del gobierno y de la ANSeS con adecuada fluidez de información entre los controladores y controlados.

Si en el cumplimiento de su deber profesional los auditores tomaran conocimiento de información que pudiese tener consecuencias negativas sobre la situación financiera o sobre la organización administrativa y contable del régimen, deberán presentar un informe vinculante al gobierno.

A su vez deben establecerse 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 de gestión fijados en la legislación. La Comisión Bicameral de Control de Fondos de la Seguridad Social es la actual encargada de controlar la administración que la ANSeS efectúe de los fondos, sería deseable que la misma tuviese mayoría opositora para evitar el manejo discrecional

de fondos. A su vez, la tarea de la Cámara podría complementarse con la Auditoría General de la Nación (AGN) para ejercer el control.

### **III) Inversiones**

#### **1. Objetivos a seguir**

En su calidad de fondo público de previsión, el principal objetivo de inversión del FGS debe ser buscar un equilibrio entre rentabilidad y prudencia, es decir que las inversiones deben generar los mayores rendimientos posibles dentro de una medida de riesgo aceptable, y a su vez deben ayudar al régimen de seguridad social a cumplir con sus compromisos en tiempo y forma. Se debe trabajar permanentemente buscando un equilibrio razonable entre estos objetivos.

Por estos motivos, las inversiones se deben realizar solamente si el nivel de riesgo es aceptable y si garantizan una tasa de rentabilidad real positiva – descontando la tasa de inflación - a largo plazo.

La utilidad social y económica de las inversiones también puede ser tomada en cuenta. Ello implica en qué medida la sociedad se ve beneficiada por el proyecto en el que el FGS invierte los fondos públicos. En ese caso, sin embargo, no debe ser sino un objetivo secundario 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.

#### **2. Asignación estratégica de activos**

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, es decir que se debe considerar el momento en que se hará efectivo el pasivo del fondo, para poder hacer frente al mismo.

La importancia económica, social y financiera que tiene la inversión de los fondos de la seguridad social exige que la política de inversión del régimen de seguridad social se establezca teniendo en cuenta las políticas económicas de las autoridades financieras nacionales: Banco Central y Ministerio de Economía, particularmente.

#### **FUNDACION NUEVAS GENERACIONES**

Beruti 2480 (C1117AAD)  
Ciudad Autónoma de Buenos Aires (Argentina)  
Tel: (54) (11) 4822-7721  
contacto@nuevasgeneraciones.com.ar  
www.nuevasgeneraciones.com.ar

#### **FUNDACION HANNS SEIDEL**

Montevideo 1669 piso 4° depto "C" (C1021AAA)  
Ciudad Autónoma de Buenos Aires (Argentina)  
Tel: (54) (11) 4813-8383  
argentina@hss.de  
www.hss.de/americalatina

Si bien los riesgos no pueden eliminarse completamente, ya que existen algunos riesgos sistémicos que afectan en mayor o menor medida a todos los activos de una misma clase, éstos pueden controlarse. La diversificación es citada como un componente decisivo de la asignación estratégica de activos de una cartera y como un medio de control del riesgo. Ella consiste en seleccionar inversiones en sectores diferentes, ofrecidas por compañías de diferentes tamaños, y en el caso de bonos, con plazos y emisores diferentes, dentro de una clase de activos, en lugar de concentrar el dinero en sólo una o dos áreas. Esto permite aprovechar al máximo las condiciones de mercado, los cambios en la economía y a su vez mantiene protegida la cartera contra las caídas de la economía y de la industria.

Es posible que la cartera se diversifique a nivel internacional; las inversiones extranjeras pueden ayudar para cumplir mejor con los objetivos de diversificación y de control del riesgo de la inversión. Sin embargo, el argumento opuesto es que las inversiones extranjeras representan una oportunidad perdida de desarrollar la economía nacional, puesto que reducen la inversión en los bienes, servicios y empleos nacionales, requerida para fomentar o reactivar un crecimiento basado en el consumo. Por lo tanto, lo óptimo sería formar una cartera compuesta equilibradamente tanto por inversiones locales como extranjeras.

En los países como Argentina, en los que la inflación es relativamente elevada y el riesgo monetario es casi siempre inverso, las inversiones extranjeras deberían producir una mayor rentabilidad de los fondos de la seguridad social. Se presentan así, como la solución a las limitaciones de los mercados nacionales de capitales con baja rentabilidad.

A pesar de la amplia evidencia a favor de la diversificación internacional, la mayoría de los fondos de pensión conservan una muy elevada proporción de sus portafolios en su país de origen. La actual cartera del FGS pretende llevar a cero el porcentaje de participación de activos extranjeros.

Se deben definir las clases de activos, internos y externos, que serán incluidos en la cartera del Fondo de Garantía de Sustentabilidad. Por lo general, se debe tener como objetivo conseguir un portafolio verdaderamente global, que permita acceder a diversas oportunidades de inversión.

La cartera debería estar compuesta principalmente por los siguientes activos: Acciones, Títulos Públicos Nacionales, Títulos emitidos por entes Públicos Estatales, Obligaciones

Negociables, Depósitos a Plazo Fijo, Inversiones con Objetivos Económicos, Bienes Raíces y Disponibilidades. Los contratos Negociables de futuros y opciones, Fondos Comunes de Inversión y Fideicomisos financieros también deberían integrar el portafolio, aunque en menor medida.

- Acciones

Entre las principales clases de activos, las acciones ofrecen el mayor rendimiento potencial a largo plazo. Pero en la Argentina esta premisa no es válida ya que no hay un mercado accionario que represente el potencial del país.

A pesar de ser la inversión de mayor rendimiento potencial, también es la de mayor volatilidad. La dispersión o volatilidad puede ser reducida en cierta medida mediante una buena diversificación del tipo de acciones poseídas en diferentes sectores de la economía local o bien en diferentes regiones geográficas.

Las acciones nacionales sirven para cubrir la porción del pasivo atribuible al servicio futuro de los contribuyentes, mientras que las acciones internacionales sirven para reducir el riesgo general de la cartera.

Se puede seguir una estrategia de inversión pasiva basada en los índices durante el algún período pero para el caso argentino, donde el mercado es bastante escueto, puede no ser factible. Es preferible adoptar una estrategia activa para la cual debe revisarse constantemente la política de inversión.

- Títulos públicos nacionales y emitidos por entes estatales

Los títulos públicos nacionales, al igual que aquellos emitidos por entes estatales, constituyen una alternativa de inversión que se caracteriza por tener menor volatilidad que las acciones por el hecho de que el emisor es el gobierno nacional, los gobiernos provinciales o algún otro ente público. Además generalmente, proveen un flujo de dinero hasta su vencimiento.

El rendimiento de los títulos públicos suele ser menor al de otros activos como las obligaciones negociables, aunque puede ser mayor a otras alternativas como depósitos en plazo fijo, siempre dependiendo del contexto político-económico del país. También se afirma que el riesgo es

menor si se le presta al Estado que si se le presta al sector privado, dado que el Estado no puede quebrar. Aunque es posible que éste entre en cesación de pagos.

La inversión en Títulos Públicos Nacionales es el principal componente de la cartera de inversiones de muchos fondos de pensión que pretenden tener actitud conservadora, entre ellos el de la actual FGS.

- **Obligaciones Negociables**

Las obligaciones negociables son títulos de deuda a corto, mediano o largo plazo, emitidos por una empresa con el fin de obtener financiamiento. Tienen rendimientos más estables que las acciones y se las debería poseer en paralelo con las acciones, para reducir la volatilidad total de la cartera.

En la economía argentina, el volumen negociado de Obligaciones Negociables es muy reducido a diferencia de otros mercados más desarrollados como el norteamericano. En los años 90 el mercado estaba algo más desarrollado, pero se derrumbó con la crisis de 2001, y hasta el momento no ha habido recuperación significativa.

- **Depósitos a Plazo Fijo**

Los Depósitos a plazo fijo presentan un riesgo mínimo, pero su rentabilidad también es inferior a cualquier otra posibilidad de inversión financiera.

Se debe elegir correctamente el plazo para la inversión dado que ese dinero quedará inmovilizado durante un tiempo y podrá ser retirado recién al vencimiento. Por otro lado también hay que tener en cuenta el tema de las tasas de interés, especialmente por el riesgo inflacionario. Cuando el país se encuentra en una etapa con alta inflación, invertir a tasas fijas puede ser muy peligroso. Para evitar ello, se pueden elegir tasas fijas ajustables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia que hace referencia a la tasa vigente de inflación.

Aún así, los plazos fijos tienen varias ventajas sobre el resto de los instrumentos de inversión. Además de tener un rendimiento conocido desde el principio, existe gran variedad de plazos fijos adaptados a diversas situaciones.



- **Inversiones con Objetivos Económicos**

Las inversiones con objetivos económicos, también conocidas como Inversiones en Proyectos Productivos o de Infraestructura sirven para financiar proyectos de desarrollo en sectores estratégicos de la economía nacional. Suponen una selección de las inversiones basada, no solo en criterios financieros, sino en criterios más amplios vinculados con el impacto social y económico esperado de la inversión. Es decir, que al decidir si se invierte o no en Proyectos de Infraestructura, se debe considerar no sólo el impacto esperado del mismo sobre la economía sino también la tasa de rendimiento social.

Este tipo de inversiones se justifican en base a esta tasa de rendimiento social y en la capacidad de reactivar al país; pero a su vez son objeto de diversas críticas a causa de que sus rendimientos suelen no ser óptimos, o al menos inferiores que el resto de las inversiones de la cartera, además de la influencia que el gobierno nacional puede ejercer sobre ellas. Es por ello que no se debería fijar un nivel mínimo de inversión para esta categoría ya que ello podría ser interpretado como una estrategia puramente política.

- **Bienes Raíces**

Estas inversiones pueden realizarse a través de vehículos de interés fijo o de interés flotante como las hipotecas, aunque también directamente mediante la plena adquisición de terrenos y edificios o mediante diversas formas de propiedad compartida, como el arrendamiento. La inversión en bienes raíces puede generar una corriente de ingresos procedente de los usuarios de la propiedad o de las rentas y alquileres. Algunas corrientes de ingresos pueden ser fijas durante ciertos periodos pero por lo general se revisan y pueden aumentar con la inflación.

El valor de los bienes raíces depende indirectamente del desempeño de la economía pero también de sus propias tendencias, ciclos y fluctuaciones que pueden variar en función de la ubicación y del tipo de propiedad.

Los bienes raíces son una inversión útil porque sus resultados pueden ser positivos en aquellos períodos en donde tanto las acciones como las obligaciones negociables presenten malos resultados, dando lugar así a un resultado general mejor en la cartera de inversiones. Además los



bienes raíces tienden a preservar y a aumentar el capital durante períodos imprevistos de alta inflación.

La inversión en bienes raíces debe, sin embargo, ser moderada en función de las exigencias administrativas a que debe hacer frente el propietario de un bien raíz y a los importantes problemas de liquidez que supone la propiedad de bienes raíces.

- Otros instrumentos

Los contratos Negociables de Derivados, Fondos Comunes de Inversión y Fideicomisos financieros también integrarán la cartera de inversiones, aunque en menor medida y persiguiendo objetivos secundarios.

Los contratos de derivados incluyen opciones, futuros, certificados de opción de compra, swaps y varios productos extrabursátiles estructurados y diseñados especialmente para contar con las características exigidas por los inversores. Muchos productos derivados implican grandes riesgos y un potencial de pérdida de la totalidad del monto invertido o incluso mucho más. Debido a su naturaleza riesgosa, los derivados no se consideran adecuados como inversiones únicas para instituciones de seguridad social pero pueden ocupar un lugar en la asignación estratégica de activos. Generalmente se establece que las operaciones de derivados se pueden realizar únicamente con estricta finalidad de cobertura de riesgo.

- Disponibilidades

Se trata de instrumentos a muy corto plazo equivalentes al efectivo. Éstas sirven para mantener la liquidez adecuada del portafolio, generando al mismo tiempo el mayor rendimiento posible a corto plazo con un grado razonable de riesgo.

El efectivo puede ser considerado como una obligación a muy corto plazo. No tiene volatilidad y es líquido. Habida cuenta de estas características, los rendimientos de las tenencias en efectivo tienden a ser bajos; es por ello que su tenencia se adapta a la necesidad de contar con dinero para hacer frente a las jubilaciones que se debieran pagar en la actualidad, si la ANSeS tiene un déficit.

### 3. Límites a las inversiones

En primer lugar, habida cuenta de las crecientes exigencias en cuanto a instituciones públicas transparentes y responsables, el siguiente documento intenta presentar la política de asignación de activos que debería adoptar el Fondo de Garantía de Sustentabilidad en el largo plazo y que debería ayudar a que el régimen de seguridad social mantenga la función de inversión solvente.

Nuevamente se recalca la necesidad de una buena y sólida estructura administrativa o de gobierno para la inversión fructífera de los fondos de la seguridad social, y la importancia de eliminar o al menos reducir a su mínima expresión las interferencias políticas del gobierno en curso en el proceso de inversión. Esta consideración es básica aunque no debe interpretarse como una justificación para que la institución de seguridad social o inversora actúe totalmente por cuenta propia.

En esta sección se pretenden establecer los niveles máximos que podrían ocupar cada uno de los activos en la cartera total del FGS. El cuadro 1 (ver Pág. 12) muestra dichos límites considerando riesgos y rendimientos esperados a largo plazo por cada clase de activos.

No se debería fijar un nivel mínimo de inversión para ninguna categoría, salvo en circunstancias excepcionales y temporales o por motivos de extrema prudencia. La actual cartera del FGS establece un nivel mínimo para las llamadas Inversiones con objetivos económicos aún cuando no se está bajo circunstancias temporales, por lo cual no se justifica dicha medida.

A diferencia de otros trabajos, no se especificó una cartera de inversiones a seguir, ya que la política de inversión debe evolucionar con el tiempo, en respuesta al cambio de circunstancias internas y externas; es por ello que cualquier asignación debería reexaminarse anualmente y debería procederse a una reasignación cuando fuese necesario.

#### 4. Características de los instrumentos

En ningún caso se podrá mantener más del tres por ciento del fondo invertido en instrumentos emitidos o respaldados por un mismo emisor, excepto aquellos instrumentos emitidos por el Estado Nacional.

Con respecto a las operaciones de crédito público con la Nación o con Gobiernos Extranjeros, debería lograrse una adecuada distribución de la cartera en cuanto a tasas de interés y

plazos, una vez analizado el devengamiento de los pasivos. El análisis debería basarse en la edad de los actuales aportantes y beneficiarios. Los Bonos de Gobiernos Extranjeros que cumplan con las calificaciones de riesgo requeridas, servirán para dar mayor estabilidad a la cartera, aunque la rentabilidad sea baja.

<b>Clase de Activos</b>	<b>Nivel máximo</b>	<b>Combinación de los activos en Agosto de 2009</b>
Operaciones de Crédito Público con la Nación, con el Banco Central; y Títulos Emitidos por Entes Estatales	50%	60,53%
Nacionales	45%	60,53%
Internacionales	10%	0,00%
Obligaciones Negociables	10%	1,91%
Acciones	20%	12,68%
Nacionales	15%	12,68%
Internacionales	10%	0,00%
Depósitos a Plazo Fijo	10%	8,42%
Bienes Raíces	5%	0,00%
Inversiones con Objetivos Económicos	5%	5,89%
Fondos Comunes de Inversión	3%	3,68%
Fideicomisos Financieros	3%	2,68%
Contratos Negociables de Futuros, Opciones y Swaps	3%	0,00%
Disponibilidades	5%	4,21%

**Cuadro 1. Límites a los instrumentos de la cartera**

Con respecto a las obligaciones negociables, las tenencias de una misma especie, no deberían superar el uno por ciento del fondo.

Con respecto a las acciones, la inversión en aquellas de un mismo emisor no podrá superar el dos por ciento del fondo. En lo relativo a la estrategia de inversión, se recomienda seguir una

estrategia activa. Para ello se debe considerar las condiciones mundiales, y el desarrollo del mercado local.

Existen básicamente doce sectores económicos a nivel internacional. En comparación con el resto del mundo, el mercado de acciones de Argentina está insuficientemente representado en sectores tales como el sector tecnológico, farmacéutico y servicios financieros; y excesivamente en sectores tales como los servicios energéticos y sector agropecuario. Por lo tanto el objetivo sería armar una cartera de acciones con una repartición sectorial que refleje las condiciones mundiales. Para ello se recomienda invertir un cinco por ciento en acciones internacionales, de manera de compensar la ausencia de determinados sectores en el mercado accionario argentino. Quedan incluídas en este apartado las inversiones indirectas mediante Certificados de Depósitos Argentinos (CEDEAR) y los American Depositary Receipt (ADR).

Con respecto a los depósitos a plazo fijo, el monto de depósitos en una misma entidad financiera no debería superar el dos por ciento del fondo.

En lo que respecta a los bienes raíces, la estrategia de inversión debería ser la de asignar los mismos entre los diferentes segmentos del mercado, a saber, oficinas, comercio, logística, etc. Sólo se recomienda realizar estas inversiones mediante la plena adquisición de terrenos y edificios o bien mediante diversas formas de propiedad compartida. No se permitirán operaciones de interés fijo o variables como las hipotecas.

Estas directivas permiten que se invierta parte de los activos en inversiones con objetivos económicos específicos; esto es siempre y cuando los rendimientos ajustados sean similares a los de inversiones alternativas. A su vez en ningún caso, la suma de la inversión en un mismo proyecto debería superar el dos por ciento del fondo.

Con respecto a los fondos comunes de inversión (FCI), la inversión en cuota partes de un mismo FCI no podría superar el cero coma cinco por ciento del fondo. Se autoriza la participación en Fondos de Inversión Extranjeros.

En cuanto a los fideicomisos financieros, en ningún caso la suma de inversiones en certificados de participación de un mismo Fideicomiso Financiero debería superar el cero coma cinco por ciento del fondo.

**FUNDACION NUEVAS GENERACIONES**

Beruti 2480 (C1117AAD)  
Ciudad Autónoma de Buenos Aires (Argentina)  
Tel: (54) (11) 4822-7721  
contacto@nuevasgeneraciones.com.ar  
www.nuevasgeneraciones.com.ar

**FUNDACION HANNS SEIDEL**

Montevideo 1669 piso 4° depto "C" (C1021AAA)  
Ciudad Autónoma de Buenos Aires (Argentina)  
Tel: (54) (11) 4813-8383  
argentina@hss.de  
www.hss.de/americalatina

En lo que respecta a los contratos negociables de futuros, opciones y swaps, el monto invertido en opciones de compra/ venta cualquiera sea la denominación que adopte, no debería exceder el cero coma cinco por ciento del fondo en función del valor de las primas. A su vez, la suma de los montos invertidos en opciones de venta y compra, cualquiera sea la denominación que adopte, no podría superar al uno por ciento del fondo medido sobre los activos subyacentes. Adicionalmente, debería respetarse que la suma de las opciones de venta vigentes sobre el mismo activo, cualesquiera sean sus precios de ejercicio o fecha de vencimiento, no supere en ningún momento al total de unidades del activo subyacente mantenidas en la cartera. Se recuerda nuevamente, que la adquisición de este tipo de activos únicamente debería realizarse con estricta finalidad de cobertura de riesgo.

## 5. Calificación de riesgo

En esta sub sección se pretende establecer las mínimas calificaciones que consideramos deberían tener los instrumentos en que pueden ser invertidos los recursos del fondo.

En el caso que un instrumento reciba varias calificaciones de riesgo con notas diferentes, a los efectos de la calificación mínima exigida para formar parte de la cartera de inversiones del fondo, debería ser tenida en cuenta la menor de ellas.

En el caso de calificaciones de emisores nacionales en moneda extranjera, sólo deberían ser aceptadas las que correspondan a monedas de países calificados como de grado de inversión.

Para las Operaciones de Crédito Público con Gobiernos Extranjeros, se debería requerir que el país esté calificado en la categoría grado de inversión (Investment Grade).

Para los Títulos Públicos provinciales, municipales o emitidos por organismos públicos, las Obligaciones Negociables los Fondos Comunes de Inversión y los Fideicomisos Financieros, se debería requerir calificación A para obligaciones de corto plazo o BBB para obligaciones de largo plazo.

Para las Inversiones con Objetivos Económicos se requiere un análisis completo de rentabilidad para cada proyecto, a cargo de algún ente especializado en el tema.

Las Acciones deberían estar calificadas como de buena calidad o Categoría 2.

Los Depósitos a Plazo Fijo deberían efectuarse en entidades financieras cuyas calificaciones de riesgo otorgadas por alguna de las sociedades calificadoras de riesgo internacionales autorizadas por el Banco Central de la República Argentina, sean como mínimo:

	<b>Nivel mínimos de calificaciones</b>	
	<b>Pesos</b>	<b>Moneda Extranjera</b>
<b>Fitch's Ratings Ltd</b>	A.3 (arg)	A.3 (arg)
<b>Moody's Investors Service</b>	A3. ar	A3. ar
<b>Standard &amp; Poor's International Ratings Ltd.</b>	raA-3	raA-3

Además de lo establecido para cada instrumento en particular, para el total del portafolio debería observarse que la suma del valor de todos los instrumentos que merezcan la menor calificación dentro de su respectiva escala, no supere en ningún momento el cincuenta por ciento del valor del fondo.

## 6. Valuación de los instrumentos

Una vez tomada una decisión de asignación estratégica de activos, es imprescindible que exista un buen proceso de supervisión del rendimiento de los activos que componen dicha cartera. Lo óptimo sería conformar un Comité de Inversiones con gente especializada para ello.

Deberá llevarse a cabo un análisis periódico de cada clase de activos y de la totalidad de la cartera para determinar las tasas individuales de rendimiento nominal, ajustadas en función del riesgo y en función de la inflación.

Para ello debe establecerse el método de valuación de los activos, que será la base para la construcción de un índice de referencia adecuado para cada clase de instrumento; que a su vez servirá para determinar si es necesaria o no una revisión o reasignación de la cartera óptima, toda vez que no se supere o al menos se iguale el objetivo establecido para dicho índice de referencia.

Los activos se deben valorar según los principios de contabilidad generalmente aceptados y se debe efectuar aplicando como criterio general el valor económico de las inversiones, utilizando para ello precios de mercado.

Cabe destacar que para la valuación de la Inversiones con Objetivos Económicos se tendrán en cuenta no sólo los costos y beneficios privados de los proyectos, sino además las llamadas externalidades, es decir que se estará evaluando la rentabilidad social. Ello implica que a la hora de la evaluación, se considerarán las condiciones del préstamo que financiará el proyecto en cuestión y además unos factores que no son fácilmente cuantificables, como los ingresos indirectos que recibirá el FGS vía impuestos, los aportes adicionales que se recibirán tanto en el período de realización del proyecto como cuando el mismo ya esté terminado; mayores jubilaciones que se pagarán en el futuro, etc.

## 7. Presentación de información

Un objetivo adicional de estas deberá ser el de garantizar que la información sobre las inversiones sea lo más transparente posible. Para lograr este objetivo, el Comité de Inversiones debería comunicar la información relevante a todas las partes interesadas, incluyendo a los miembros del régimen, a los beneficiarios y a otros interesados, y hacerlo de forma clara, precisa y oportuna.

La información que habría que publicar mensualmente, debería incluir al menos:

- los deberes, objetivos del FGS
- los miembros del Comité de Inversiones
- un balance financiero del corriente mes

## IV) Datos empíricos de Argentina y el mundo

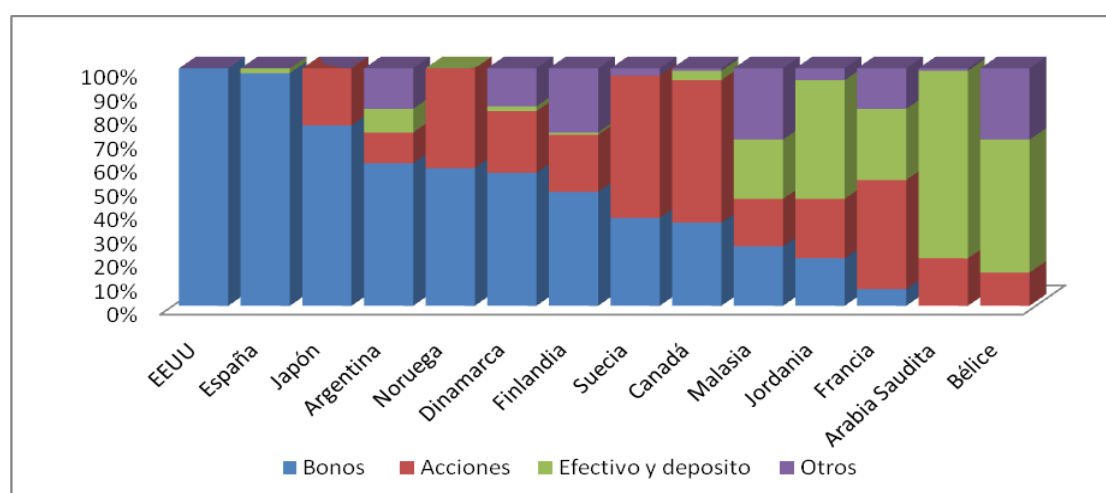
En esta sección se compara la posición actual del FGS con respecto a las carteras del resto del mundo. Se toman como referencia países americanos, europeos, asiáticos y africanos. El cuadro 2 muestra las inversiones de los fondos de pensión de varios países. Se observa claramente que tanto Estados Unidos como España, eligen tener toda su cartera en bonos del tesoro. El hecho de



que Estados Unidos no diversifique, está directamente relacionado a la estabilidad del país del norte.

Argentina se ubica el cuarto lugar, siendo uno de los países con más participación de bonos del tesoro en su cartera de inversión. Se posiciona delante de Noruega, Dinamarca y Finlandia, aún cuando se conoce que Argentina ha sido a lo largo de su historia un país muy volátil, donde las circunstancias socio – económicas han cambiado constantemente, llevando ello a no confiar ciegamente en la posibilidad de pago del gobierno.

En los países asiáticos, el porcentaje de bonos del tesoro en las carteras se reduce drásticamente, ganando participación los activos más líquidos como efectivos y depósitos.



**Cuadro 2. Inversiones de Fondos de pensión en el mundo**

**Bibliografía consultada**

Al-Saif, Ibrahim M. (2005). “La experiencia de la Organización General del Seguro Social”. Conferencia Internacional de la Inversión de los Fondos de la Seguridad Social. Merida.

Al-Wazani, Khalid Wassef (2005). “El mecanismo de inversión de la seguridad social de Jordania: Socio estratégico del desarrollo económico“. Conferencia Internacional de la Inversión de los Fondos de la Seguridad Social. Merida.

Asociación Internacional de la Seguridad Social (2005). “Directivas para la inversión de los fondos de la seguridad social”. Conferencia Internacional de la Inversión de los Fondos de la Seguridad Social. Merida.

Asociación Internacional de la Seguridad Social (2005). “Los Fondos de la Seguridad Social – Invertir para el futuro”. Conferencia Internacional de la Inversión de los Fondos de la Seguridad Social. Merida.

Asociación Internacional de la Seguridad Social (2007). “Public Scheme Reserve Funds”. Ginebra.  
Boateng, Ras (2005). “Aplicación de las directrices en materia de inversión: Ghana”. Conferencia Internacional de la Inversión de los Fondos de la Seguridad Social. Merida.

Carrington, Ian (2005). “La experiencia del Consejo Nacional de Seguros de Barbados”. Conferencia Internacional de la Inversión de los Fondos de la Seguridad Social. Merida.

Conte Grand, Alfredo (2005). “Impacto de la crisis en los fondos de pensiones de Argentina”. Conferencia Internacional de la Inversión de los Fondos de la Seguridad Social. Merida.

Cruz, Henrique (2005). “La experiencia del Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social”. Conferencia Internacional de la Inversión de los Fondos de la Seguridad Social. Merida.

Daykin, Christopher D. (2005). “Asignación estratégica de Activos: Reino Unido”. Conferencia Internacional de la Inversión de los Fondos de la Seguridad Social. Merida.

Daykin, Christopher D. (2004) “Administración financiera y gestión de riesgos de la seguridad social”. 28a Asamblea General de la AISS. Beijing

Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas” (1998). “La Reforma Previsional en Argentina”. Buenos Aires.

García, Narda (2005). “Aplicación de las directrices en materia de inversión: Belice”. Conferencia Internacional de la Inversión de los Fondos de la Seguridad Social. Merida.

León, Carlos y Laserna, Juan Mario (2008). “Asignación Estratégica de Activos para Fondos de Pensiones Obligatorias en Colombia: Un Enfoque Alternativo”. Bogotá

Plamondon, Pierre (2004). “Financiación Óptima de un Régimen de Pensiones”. 28a Asamblea General de la AISS. Beijing

Tamagno, Edward (2005). “Aplicación de las directrices en materia de inversión: Canadá”. Conferencia Internacional de la Inversión de los Fondos de la Seguridad Social. Merida.

Walker, Eduardo (2003). “Portafolios óptimos para los nuevos sistemas de pensiones de países emergentes”. Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago de Chile.

Zablotsky, Edgardo (1995). “Diversificación de Inversiones. Aclaremos el mito”. Universidad del CEMA. Buenos Aires.

**FUNDACION NUEVAS GENERACIONES**

Beruti 2480 (C1117AAD)  
Ciudad Autónoma de Buenos Aires (Argentina)  
Tel: (54) (11) 4822-7721  
contacto@nuevasgeneraciones.com.ar  
www.nuevasgeneraciones.com.ar

**FUNDACION HANNS SEIDEL**

Montevideo 1669 piso 4° depto “C” (C1021AAA)  
Ciudad Autónoma de Buenos Aires (Argentina)  
Tel: (54) (11) 4813-8383  
argentina@hss.de  
www.hss.de/americalatina