No 2 | 2013

Resumen Económico

ITUC CSI IGB

TUAC

PREFACIO

«La caída de Lehman Brothers, cinco años después»

El 15 de septiembre de 2008, el banco mercantil Lehman Brothers se declaró en quiebra y desencadenó una serie de acontecimientos que provocó la peor crisis financiera y recesión mundial desde la Segunda Guerra Mundial. El G20 se vio convertido repentinamente en el foro central de coordinación de la política económica ante la situación cercana al hundimiento financiero de 2008. En la primera Cumbre de Líderes, el G20 mostró la voluntad política necesaria para evitar una segunda Gran Depresión, hasta tal punto que la Organización Internacional del Trabajo calcula que la acción coordinada de 2008 y 2009 salvó cerca de 30 millones de puestos de trabajo. En la Cumbre de Londres, que tuvo lugar en abril de 2009, se aprobó un ambicioso plan de actuación financiera. Gordon Brown, por aquel entonces Presidente del G20, declaró que el sector financiero jamás volvería a controlar la economía real. En septiembre de 2009, ante la fuerte presión del movimiento sindical internacional, el G20 se comprometió en Pittsburgh a «situar los empleos de calidad en el epicentro de la recuperación».

Sin embargo, en 2010 los gobiernos se dejaron amedrentar por el resurgir de los mercados financieros y retiraron de forma prematura su apoyo al crecimiento mundial, el empleo y el reajuste económico para recortar el gasto público y promover una austeridad excesiva. El resultado, cinco años más tarde, es que la «recuperación» no se ha producido. La Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) han revisado a la baja seis veces seguidas sus previsiones sobre el crecimiento mundial. El desempleo en los países industrializados sigue siendo aproximadamente un 50 % más alto que antes de la crisis, y en los países en desarrollo hay 100 millones más de personas que viven en situación de extrema pobreza.

Aun partiendo de las hipótesis más optimistas, varios países tardarán otros cinco años en recuperar la renta per cápita anterior a la crisis. Una cohorte de jóvenes padece los estragos del desempleo.

Entretanto, aún no se han abordado las causas subyacentes de la crisis. El lobby financiero ha conseguido suavizar las medidas dirigidas a regular su sector. La Junta de Estabilidad Financiera y sus miembros han incumplido, como colectivo, los plazos. La propiedad en el sector bancario está ahora más concentrada que antes de 2008, a pesar de los compromisos aprobados para evitar la existencia de bancos «demasiado grandes para quebrar».

No se ha puesto freno a la desigualdad, que ha ido creciendo en las dos últimas décadas en la mayoría de los países del G20. Al contrario, las políticas de austeridad han acelerado la desigualdad de ingresos.

Se han celebrado ya ocho cumbres del G20 desde 2008 y el lenguaje de la Declaración de los Líderes tras la última Cumbre de San Petersburgo ha virado en la dirección de las preocupaciones del movimiento sindical internacional[1]. Se reconoce la necesidad de un crecimiento inclusivo, de empleos de calidad e incluso de la negociación colectiva. No obstante, la brecha entre el lenguaje de la Declaración y la aplicación real de las políticas sigue siendo muy amplia.

John Evans, Jefe economista de la CSI.

Estamos analizando algunas de las iniciativas promovidas por el G20. En este segundo Informe económico de la Confederación Sindical Internacional y el Comité Sindical Consultivo de la OCDE (TUAC, por sus siglas en inglés), Pierre Habbard, asesor principal sobre políticas de la CSI/TUAC, analiza dos iniciativas del G20 relacionadas con la elusión fiscal y la inversión a largo plazo. El G20 suscribió en San Petersburgo dos textos potencialmente significativos elaborados por la OCDE: un plan de acción frente a la erosión de las bases fiscales y la transferencia de beneficios (BEPS, por sus siglas en inglés), con miras a poner freno a los agresivos planes fiscales de las empresas multinacionales[2]; y nuevos principios de alto nivel para la inversión a largo plazo de los inversores institucionales[3].

LA CSI, el TUAC y nuestros asociados sindicales internacionales vigilarán en los próximos meses la aplicación de los compromisos contenidos en estas declaraciones y reclamarán el necesario cambio en las políticas para promover una recuperación real, sostenible, intensiva en empleo e inclusiva.

John Evans
CSI-TUAC

1 See ITUC-TUAC Evaluation of the Outcome of the St Petersburg Summit
2 http://www.oecd.org/newsroom/closing-tax-gaps-oecd-launches-action-plan-on-base-erosion-and-profit-shifting.htm
3 http://en.g20russia.ru/load/782768688

Resumen Económico

Examen del programa del G20 en relación con la elusión de impuestos y la inversión a

El plan de acción de la OCDE frente la erosión de las bases fiscales y la transferencia de beneficios

La Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos lleva años observando con preocupación el riesgo de la doble imposición sobre los ingresos corporativos de las multinacionales que operan en jurisdicciones diversas. El tono, sin embargo, cambió por completo tras la crisis financiera de 2008. Tras cinco años de crisis, la Secretaría de la OCDE afirma que «las leyes tributarias nacionales no se han adaptado a la globalización de las empresas ni a la economía digital, y por ello existen lagunas que las corporaciones multinacionales pueden explotar para reducir sus impuestos de un modo artificial. Es evidente que los gobiernos ya han perdido el miedo a una serie de tabúes y declaran abiertamente que no podemos vernos limitados únicamente por los arreglos contractuales. No es posible determinar los beneficios basándonos únicamente en los arreglos contractuales»[4].

El plan de acción de la OCDE frente la erosión de las bases fiscales y la transferencia de beneficios (BEPS) es una hoja de ruta que comprende 15 medidas con las que se persigue poner freno a los agresivos planes fiscales de las empresas multinacionales; dichos planes buscan i) reducir la base imponible («erosión de las bases fiscales»), o ii) trasladar los beneficios desde jurisdicciones pertinentes económicamente con niveles impositivos elevados hacia jurisdicciones no pertinentes donde los impuestos son más bajos («transferencia de beneficios»). El plan de acción hace hincapié en los retos específicos de la economía digital y en el tratamiento de los intangibles difíciles de valorar (patentes, marcas, investigación y desarrollo).

Los entregables del plan de acción, previstos para dentro de dos o tres años, darán pie a nuevas recomendaciones de la OCDE sobre normas fiscales, correcciones de los documentos vigentes de la OCDE (el Modelo de Convenio Tributario sobre la Renta y sobre el Patrimonio[5] y las Directrices de la OCDE aplicables en materia de precios de transferencia a empresas multinacionales y administraciones tributarias[6]) y el desarrollo de los estudios analíticos y la recogida de datos.

4 http://uk.reuters.com/article/2013/07/19/g20-tax-corporate-idUKL6N0FO2ZQ20130719
5 http://www.oecd.org/tax/treaties/47213736.pdf
6 http://www.oecd.org/tax/transfer-pricing/transferpricingguidelinesformultinationalenterprisesandtaxadministrations.htm

Ejemplos ilustrativos

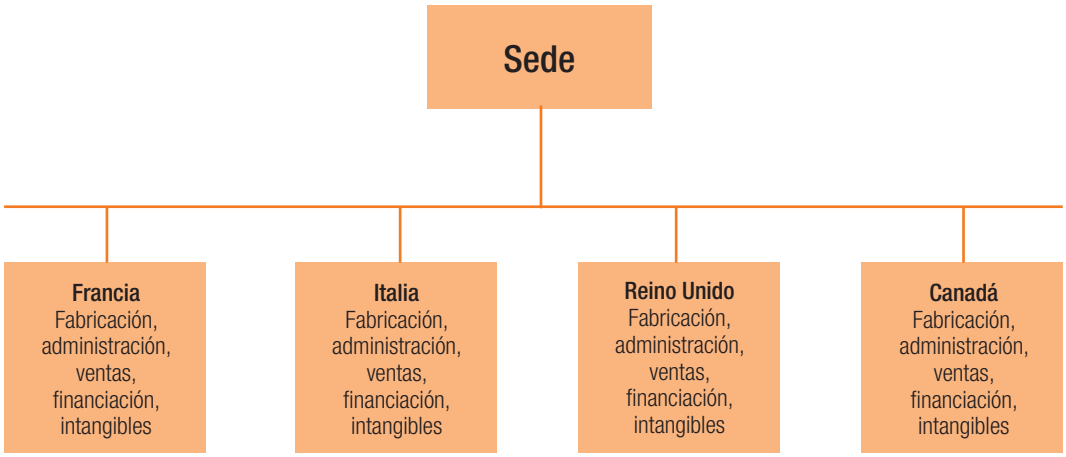
Para ayudar a comprender las cuestiones que se abordan en el plan de acción de la OCDE se emplea una estructura simplificada de una empresa multinacional hipotética que sirve para ilustrar los distintos tipos de planes fiscales agresivos:

- manipulación de los precios de transferencia en las operaciones intragrupo;
- deducción excesiva de los intereses de la deuda y otros pagos;
- transferencia de intangibles difíciles de valorar;
- elusión del estatus de establecimiento permanente; y
- opacidad de los planes fiscales de las multinacionales y necesidad de presentar informes por países a las autoridades fiscales.

La estructura cambiante de las empresas multinacionales

Para empezar, es importante abordar la estructura cambiante de las empresas multinacionales en las dos últimas décadas. La estructura tradicional de las multinacionales, que predominó entre las décadas de 1960 y 1980, constaba de i) una sede y ii) filiales independientes, cada una de las cuales disfrutaba de una relativa autonomía operativa (en lo referente a fabricación y producción, servicio, tareas administrativas, aspectos financieros e intangibles, ventas y mercadotecnia). En este modelo, cada filial genera beneficios acordes con el fundamento económico de sus actividades.

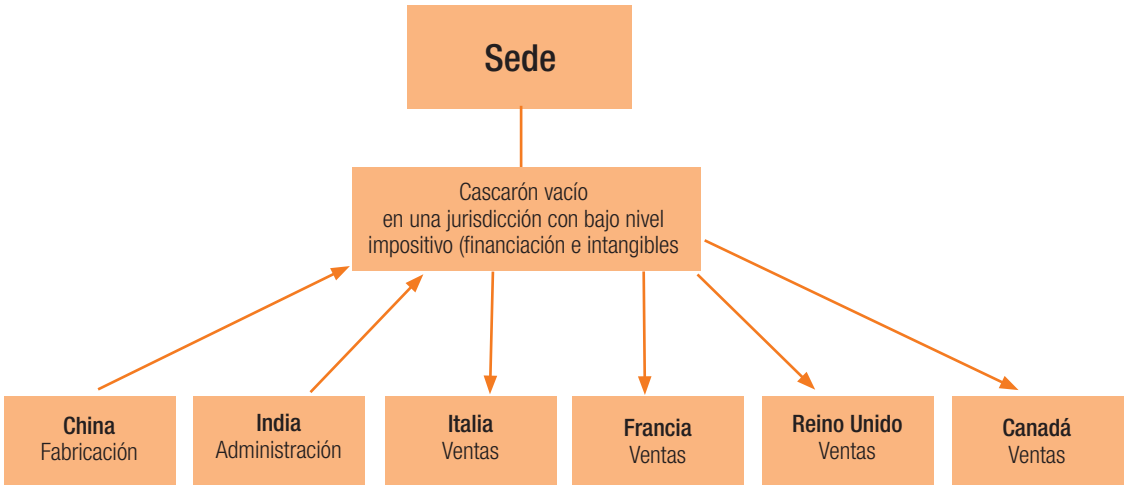
FIGURA 1: ESTRUCTURA TRADICIONAL DE UNA EMPRESA MULTINACIONAL



Este modelo ya no refleja el funcionamiento actual de las multinacionales. La aparición de las cadenas de valor mundiales ha provocado que la producción y los servicios administrativos se separen completamente de las ventas y la mercadotecnia, a fin de aprovechar las ventajas competitivas de carácter regional y nacional. La Figura 2 representa de manera simplificada la estructura de una multinacional actual. La fabricación se lleva a cabo íntegramente en China; las tareas administrativas, en la India; las filiales de Francia, Italia, Reino Unido y Canadá se dedican exclusivamente a las ventas. En esta estructura ocupa un lugar prominente una compañía equiparable a un «cascarón vacío», situada en una jurisdicción con bajo nivel impositivo (por ejemplo, un paraíso fiscal fuera de la OCDE o ciertas jurisdicciones de la OCDE tales como Irlanda, Luxemburgo o los Países Bajos). Por esta compañía pasan todas las operaciones intragrupo. El cascarón vacío posee también los activos intangibles más importantes de la empresa multinacional (patentes, licencias, regalías). Hablamos de

«cascarón vacío» porque su valor contractual (propiedad de derechos de patentes, regalías, financiación) es desproporcionadamente alto en comparación con su fundamento económico (una oficina, un despacho y una línea de teléfono).

FIGURA 2: ESTRUCTURA DE UNA MULTINACIONAL BASADA EN LAS CADENAS DE VALOR MUNDIALES



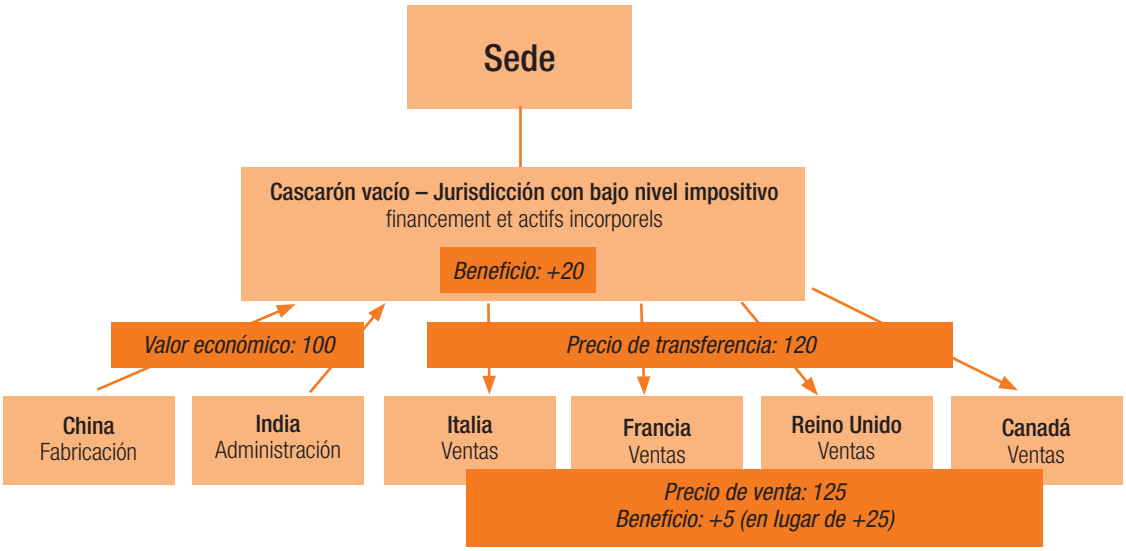
Manipulación de los precios de transferencia en las operaciones intragrupo (acciones n.º 8, 9 y 10)

Los precios de transferencia son los precios de las operaciones que se llevan a cabo dentro del mismo grupo corporativo. Al contrario que las operaciones entre empresas independientes, las operaciones entre las filiales de una multinacional pueden distorsionarse para minimizar los beneficios en las jurisdicciones con un nivel impositivo elevado (que suelen ser aquellas donde se producen las ventas al usuario final) e incrementar los beneficios en las jurisdicciones con impuestos bajos (entre ellas, los paraísos fiscales).

En las Directrices de la OCDE aplicables en materia de precios de transferencia a empresas multinacionales y administraciones tributarias se describen métodos de aplicación de los precios que permiten evitar tal distorsión; todos ellos se basan en el principio de plena competencia (que a su vez parte del artículo 9 del Modelo de Convenio Tributario de la OCDE). Al aplicar este principio resulta fundamental emplear «análisis de comparabilidad» que valoren las operaciones que tienen lugar en una multinacional relacionándolas con las condiciones que dos empresas independientes aplicarían en «operaciones y circunstancias comparables».

En la Figura 3, la producción y los servicios que se llevan a cabo en China y la India se transfieren a las filiales europeas y canadiense (donde se efectúan las ventas) a través del cascarón vacío. Si el principio de plena competencia no se respeta o es difícil de aplicar (como sucede con los bienes intangibles), existe el riesgo de que la multinacional manipule el precio de las operaciones: la producción china y los servicios indios, que tienen un valor económico de 100, se transfieren desde el cascarón vacío a las filiales de ventas a un precio de 120, de manera que estas transfieren una parte de sus beneficios (+20) a la empresa cascarón.

FIGURA 3: MANIPULACIÓN DEL PRECIO DE TRANSFERENCIA

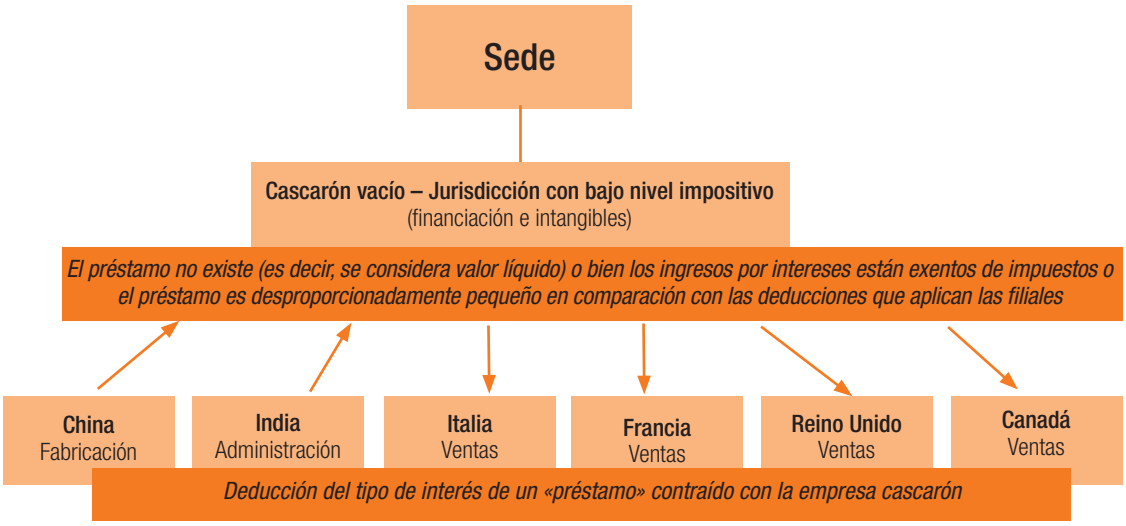


Deducción de los intereses de la deuda y otros pagos (acciones n.º 2 y 4)

Otra práctica fundamental de erosión de las bases fiscales y transferencia de beneficios son los pagos deducibles de la base imponible de las filiales. Un ejemplo clásico es la deducción de los intereses de la deuda por un préstamo con otra entidad del grupo. Por una parte, las filiales se deducen los intereses de dicho préstamo; por la otra, los ingresos por intereses del acreedor reciben un trato fiscal favorable, están exentos de impuestos o, sencillamente, no existen (en el caso de un «desajuste híbrido», cuando una sola fuente de financiación se considera al mismo tiempo deuda en la jurisdicción de la filial y valor líquido en la jurisdicción de la empresa cascarón).

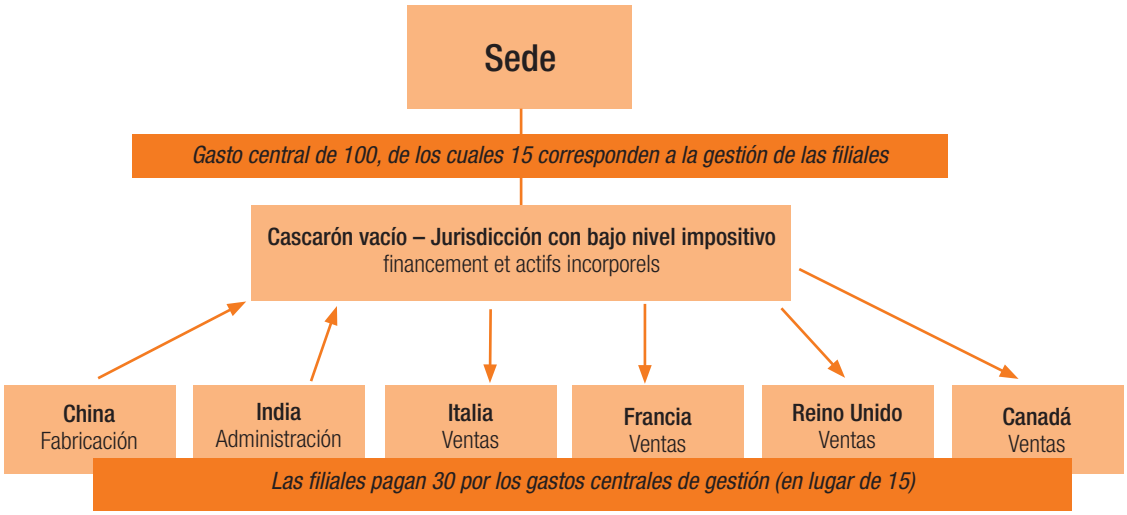
En la Figura 4, las filiales de la empresa multinacional deducen los intereses de la deuda de sus respectivas bases imponibles recurriendo a un préstamo ficticio del principal cascarón vacío de la sociedad.

FIGURA 4: DEDUCCIONES EXCESIVAS (INTERESES DE LA DEUDA)



El problema del uso excesivo de pagos deducibles no se limita a los préstamos y la deuda. Existen otras formas de transferencia financiera que pueden dar pie a procesos parecidos de erosión de la base imponible: seguros y garantías intragrupo ante riesgos comerciales y de incumplimiento y derivados internos empleados en las transacciones intrabancarias. Las deducciones excesivas pueden darse también con las regalías y los gastos de gestión de la sede. En la Figura 5, por ejemplo, las filiales asumen una carga excesiva de los gastos de gestión de la sede de la multinacional; el valor económico es 15 pero ellos pagan 30.

FIGURA 5: DEDUCCIONES EXCESIVAS (GASTOS DE GESTIÓN)

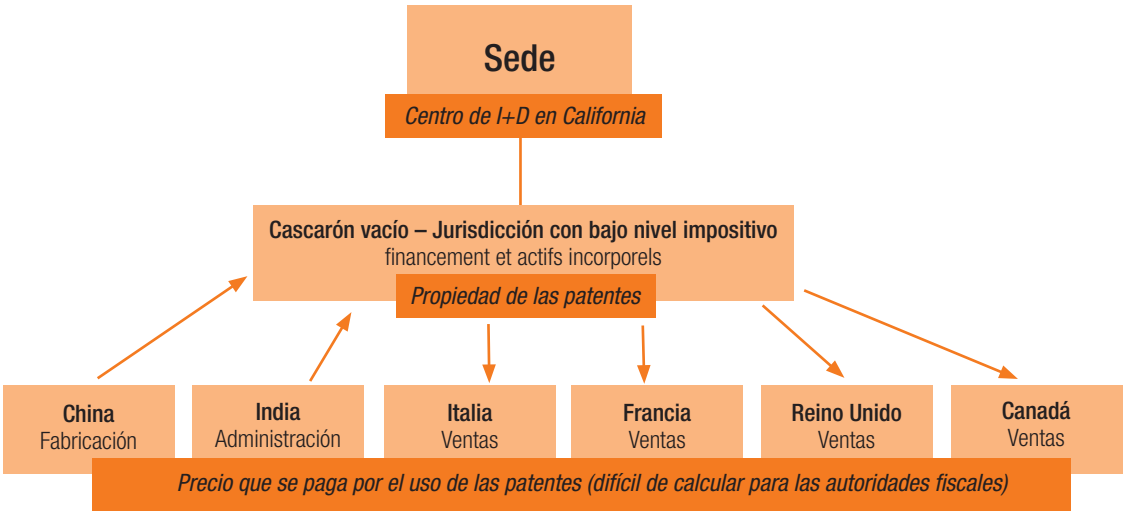


Intangibles (acciones n.º 1 y 8)

Los ejemplos anteriores coinciden en que existe una transferencia de la base imponible desde las actividades económicas que producen los ingresos (las filiales) a una jurisdicción con bajo nivel impositivo (el cascarón vacío). Estos planes fiscales agresivos resultan especialmente difíciles de detectar y, por tanto, de impedir, cuando entran en juego los activos intangibles (patentes, regalías, I+D). De ahí que el plan de acción de la OCDE preste tanta atención a los intangibles.

En la Figura 6, los derechos de patente de las actividades de investigación y desarrollo que se llevan a cabo en la sede de la empresa multinacional —situada, por ejemplo, en Palo Alto, en el estado de California (Estados Unidos)— pertenecen al cascarón vacío —cuya sede se encuentra, por ejemplo, en Irlanda—. Las filiales de la empresa multinacional pagan por el uso de las patentes. Así pues, los planes fiscales agresivos adoptan dos formas: i) transferencia de beneficios de California a Irlanda; y ii) erosión de la base imponible de las filiales (si se abona una tarifa excesiva por las patentes, dado el valor de estas).

FIGURA 6: INTANGIBLES

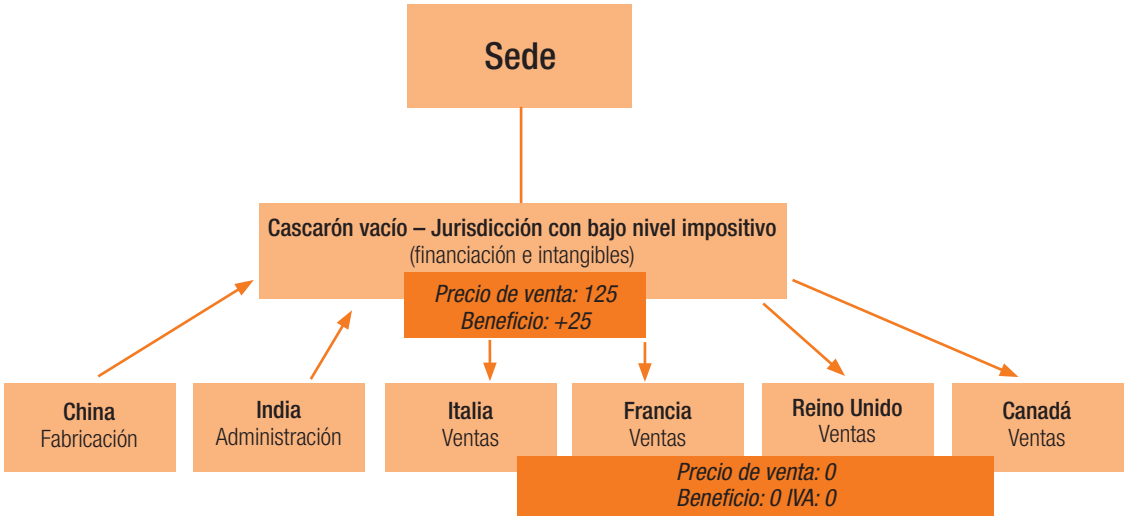


El precio de transferencia de los activos intangibles resulta especialmente problemático para el método de aplicación de precios de transacción «preferentes» basados en el principio de plena competencia. Los intangibles son únicos y, por tanto, su valor también lo es; no hay referencias en el mercado para efectuar un análisis comparativo objetivo. Por ello, las Directrices de la OCDE para la aplicación de los precios de transferencia por las empresas multinacionales, revisadas en 2010, contemplan la posibilidad de que el trato fiscal de los intangibles se aleje del principio de plena competencia y adopte el «método directo de determinación de los beneficios». Este método mide el beneficio combinado de las dos entidades de la empresa multinacional que toman parte en la transferencia y a continuación lo divide entre ambas en función de una serie de claves de asignación — ventas, plantilla, inversión. Como se comenta a continuación, las ONG y los sindicatos que promueven campañas sobre los planes fiscales agresivos son muy partidarios del método de determinación directa, si bien prefieren aplicarlo a nivel de grupo (no caso a caso).

Elusión del estatus de establecimiento permanente (acción n.º 7)

La erosión de las bases fiscales y la transferencia de beneficios también pueden originarse en el estatus jurídico de las filiales. En la estructura modelo de las empresas multinacionales, las filiales donde se efectúan las ventas (Francia, Italia, Canadá, el Reino Unido) actúan como «distribuidoras» que contratan a vendedores que generan sus propias ventas y beneficios. Por su parte, las filiales actúan como «comisionistas». Carecen de estatus de establecimiento permanente en el país donde operan y sus vendedores no «venden» sus propios productos o servicios sino que cobran una comisión sobre las ventas, que se asignan contractualmente a la empresa cascarón. En la Figura 7, la empresa multinacional evita el estatus de establecimiento permanente en los países donde vende sus productos. Al ser las filiales comisionistas en lugar de distribuidoras, los beneficios se transfieren fuera del país donde se efectúan realmente las ventas (pero sin el correspondiente cambio en el fundamento económico de las filiales).

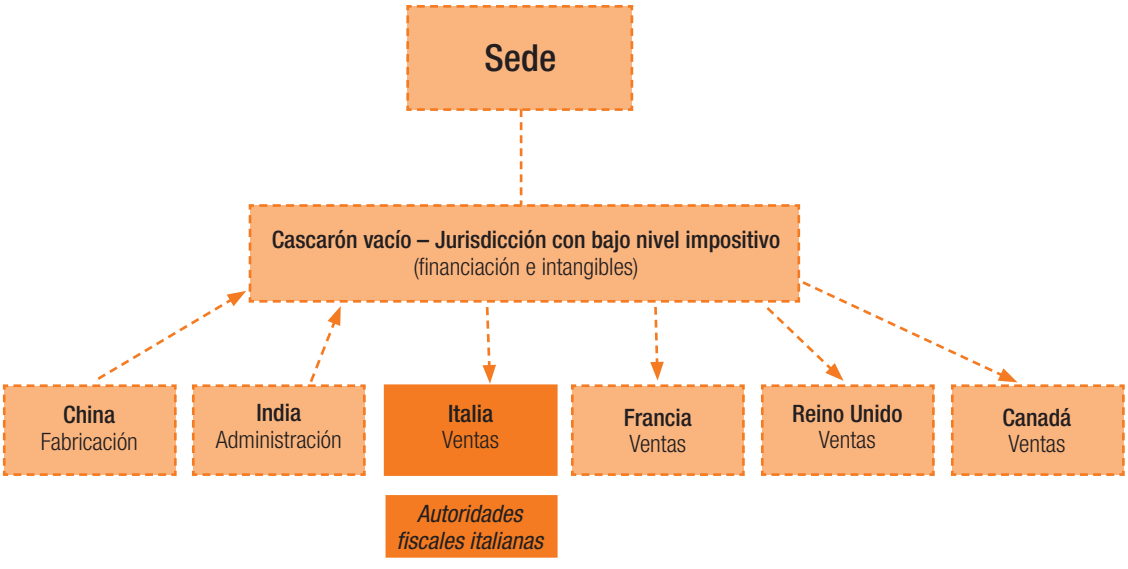
FIGURA 7: ELUSIÓN DEL ESTATUS DE ESTABLECIMIENTO PERMANENTE



Informes por países (acciones n.º 12 y 13)

La OCDE afirma que «las administraciones tributarias tienen poca capacidad para captar una visión de conjunto de la cadena de valor internacional de los contribuyentes». Como se aprecia en la Figura 8, las autoridades fiscales italianas solo tienen acceso a los documentos relevantes de la filial italiana. El plan de acción de la OCDE subraya que es necesario que las empresas amplíen sus informes a las administraciones tributarias (si bien «teniendo en cuenta los costos de cumplimiento para las empresas») y que tales informes se presenten de manera consolidada para todo el grupo. La acción n.º 13 exige que «las multinacionales faciliten a todos los gobiernos interesados la información necesaria sobre su asignación mundial de ingresos, sobre su actividad económica y sobre los impuestos que se pagan entre países, de acuerdo con una plantilla común». Fundamentalmente se exige la presentación de informes fiscales por países, uno de los objetivos principales de las campañas de las ONG, si bien en este momento la OCDE solo prevé la presentación de tales informes a las autoridades tributarias, es decir, aún no se prevé su divulgación pública.

FIGURA 8: QUÉ VEN LAS AUTORIDADES FISCALES



Qué falta

La Confederación Sindical Europea[7], el Comité Sindical Consultivo de la OCDE[8] y el Congreso de Sindicatos Británicos (TUC, por sus siglas en inglés)[9] acogieron con agrado la publicación del plan de acción. Tiene la ambición de poner freno a los planes fiscales agresivos de las empresas; ahora hay que aplicarlo con eficacia. La acogida fue más tibia por parte de las ONG. Oxfam, Christian Aid y otros miembros de la Red de Justicia Fiscal creen que el plan de acción frente a la erosión de las bases fiscales y la transferencia de beneficios se queda corto. Es «un avance pero defrauda a los países pobres» porque, entre otras cosas, no exige un cambio radical en la medición de los precios de transferencia (es decir, cambiar el principio de plena competencia que aplica la OCDE por un método basado en la aplicación de una fórmula de prorrateo o de «imposición unitaria») ni la divulgación de los informes fiscales por países. En opinión del grupo estadounidense Global Financial Integrity, la iniciativa de la OCDE es insuficiente porque «no respalda la presentación [y divulgación pública] de informes por países», la cual consideran «un precursor necesario para reducir la evasión fiscal corporativa»[10].

Las empresas han reaccionado con mucha moderación. La patronal británica CBI se declaró satisfecha porque «se van a tener en cuenta las cargas administrativas y relacionadas con el cumplimiento normativo para las empresas»[11]. Deloitte destaca que el plan de acción «imposibilita un cambio fundamental de la arquitectura fiscal internacional, como la adopción de un sistema fiscal unitario mundial» y advierte de «posibles peligros, entre ellos los derivados de una mala utilización de la información confidencial» si se llega a aprobar la presentación de informes por países a las autoridades tributarias[12].

Presentación de informes fiscales por países y beneficiarios efectivos

El plan de acción de la OCDE prevé la presentación de informes fiscales por países a las autoridades tributarias nacionales correspondientes; no obstante, debería ir un paso más allá y exigir la divulgación pública de los impuestos que se pagan en cada lugar, de conformidad con las últimas reformas efectuadas en los Estados Unidos de América y la Unión Europea. La Ley Dodd-Frank exige la publicación de la información fiscal por países, si bien solo afecta a las compañías de gas, petróleo y minería. En la Unión Europea, las nuevas directivas sobre transparencia y contabilidad plantean exigencias parecidas a las empresas del sector extractivo[13]. El borrador que el Consejo (es decir, los Estados miembros) y el Parlamento Europeo han acordado sobre la nueva Directiva sobre los requisitos de capital (DRC IV) para los bancos incluye la publicación obligatoria por parte de estos de sus posiciones por países, sin olvidar el pago de impuestos.

Otro elemento que se echa de menos en el plan de acción de la OCDE es la divulgación, por ley, de los propietarios efectivos de los activos, es decir, que las autoridades puedan conocer la identidad de los propietarios finales de las acciones y otros valores y activos. La divulgación de los propietarios efectivos sigue causando problemas en muchas jurisdicciones –y no solo en los paraísos fiscales—.

---

7 http://www.ituc-csi.org/ituc-welcomes-oecd-action-plan-to?lang=en
8 http://www.tuac.org/en/public/e-docs/00/00/0D/40/document_news.phtml
9 http://www.tuc.org.uk/economy/tuc-22388-f0.cfm
10 http://www.gfintegrity.org/content/view/626/70/
11 http://www.cbi.org.uk/media-centre/press-releases/2013/07/cbi-responds-to-oecd-international-tax-action-plan/
12 http://www.deloitte.com/view/en_GX/global/services/tax/cross-border-tax/international-tax/1137f8684e7ff310VgnVCM2000003356f70aRCRD.htm# Ue-5-9K9mMq . A full selection of public
13 reactions can be found here: http://www.internationaltaxreview.com/Article/3234619/ITR-Premium-News-and-Analysis/The-OECDs-BEPS-report-How-did-others-react.html http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/barnier/headlines/speeches/2013/06/20130612_en.htm

El método de imposición unitaria

Las ONG dan en el clavo al demandar un cambio radical que implique el abandono del principio de plena competencia y favorezca la adopción de un sistema de imposición unitaria. El principal problema del principio de plena competencia es que resulta ficticio en la medida en que trata a las entidades de las multinacionales «como si fueran entidades independientes» y no trata a la multinacional como a una única entidad. La gran ventaja de la aplicación de una fórmula de prorrateo es que trata a la multinacional como lo que es en realidad: una solo entidad, no una suma de entidades independientes. De ese modo, elimina una gran parte de las oportunidades de arbitraje fiscal actuales y resuelve la mayoría de los problemas que se abordan en el plan de acción.

La OCDE se opone al método de imposición unitaria porque «no es un camino viable», ya que «no está claro» qué «nuevos comportamientos» adoptarían las empresas para responder a la fórmula, y por las «dificultades prácticas relacionadas con la aprobación y la aplicación coherente de los detalles de un nuevo sistema en todos los países». La OCDE, no obstante, no rechaza de plano el enfoque unitario: «Es posible que haya que tomar medidas especiales para paliar las deficiencias, ya sea dentro del principio de plena competencia o fuera de él, en relación con los activos intangibles, el riesgo y la sobrecapitalización».

Transparencia de los mecanismos de solución de controversias

La transparencia de los mecanismos de solución de controversias es otro punto conflictivo. El plan de acción demanda que se favorezca un «procedimiento amistoso» entre las autoridades tributarias y las multinacionales; por tanto, promueve el arbitraje privado frente al procedimiento judicial tradicional. La Tax Justice Network considera que «tales procedimientos deben ser plenamente transparentes y su resultado debe hacerse público. No puede haber acuerdos secretos cuando están en juego centenares de millones de dólares de ingresos fiscales. La divulgación mejoraría el sistema al crear un registro de principios aplicados que serviría de orientación a otros contribuyentes».

Impact sur les employés des EMN

Por último, pero no por ello menos importante, el plan de acción no aborda las consecuencias que los planes fiscales agresivos tienen para los empleados de las multinacionales cuando los arreglos contractuales no reflejan el fundamento económico de la estructura de la multinacional. En este sentido, es fundamental saber si los planes de transferencia de beneficios y erosión de la base imponible repercuten en los salarios y la negociación colectiva de los trabajadores actuales y futuros. Tampoco se hace referencia a si la opacidad derivada de los planes fiscales agresivos es un obstáculo para que el trabajador ejerza su derecho a informarse y consultar el plan de negocio de su empresa y a conocer posibles factores de riesgo, un requisito legal en muchos países de la OCDE. En este sentido, la elaboración de directrices específicas sobre el cumplimiento del capítulo fiscal (XI) de las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales contribuiría a que las empresas rindiesen cuentas de sus planes tributarios.

También sería importante analizar el grado en que los fondos de pensiones de los trabajadores abordan el riesgo de erosión de las bases fiscales y la transferencia de beneficios a través de la tenencia de acciones en valores cotizables, pero también de su relación empresarial con fondos privados como los fondos de protección y los grupos de capital de inversión.

EL giro de los inversores institucionales hacia el largo plazo

La necesidad de que los inversores institucionales adopten estrategias de inversión a largo plazo y, concretamente, aumenten la «exposición» de sus carteras a proyectos de infraestructuras (cabe mencionar aquí infraestructuras, software, I+D, vivienda, energía y energía limpia) se ha convertido en una prioridad política internacional, como se pudo comprobar en la última Cumbre del G20, que tuvo lugar en San Petersburgo, y también en la OCDE, en la Junta de Estabilidad Financiera (foro a través del cual se aplican los compromisos del G20 en materia de reforma financiera) y en la Comisión Europea.[14, 15]

¿Qué es una inversión a largo plazo?

La primera pregunta que surge es en qué consiste una inversión a largo plazo (en lo sucesivo, ILP). Cabe responder de dos maneras: con una lista positiva (qué es una ILP) y una lista negativa (qué no es).

La Junta de Estabilidad Financiera define las ILP como un activo financiero con un plazo de vencimiento superior a 5 años que se invierte en la capacidad productiva de la economía. La Junta defiende que los inversores institucionales «han de asumir un mayor protagonismo en este mercado» que los bancos, «dadas las dificultades que atraviesan los presupuestos estatales y la debilidad del sistema bancario». El concepto de ILP se considera una respuesta a un cambio estructural producido después de la crisis, que ha supuesto abandonar un modelo de financiación de la economía propio de la Europa continental y de Japón, basado en los bancos y en los intermediarios (sirvan de ejemplo los préstamos corporativos) en favor de un modelo de estilo angloamericano basado en el mercado y sin intermediarios (por ejemplo, las obligaciones societarias).

La definición de la Junta de Estabilidad Financiera vincula la ILP con la capacidad productiva de la economía pero establece un horizonte arbitrario (5 años) para determinar qué es el largo plazo, y lo hace además desde la perspectiva de la comercialización del activo, no del periodo de tenencia por parte de los inversores, hasta tal punto que una acción que se retenga durante menos de 5 minutos en el mercado podría entrar en la definición de la Junta de Estabilidad Financiera, puesto que, a priori, el patrimonio neto tiene una perspectiva infinita.

La OCDE se inclina por un enfoque más cualitativo, como se aprecia en los nuevos principios del G20. Define la ILP como un «capital paciente, productivo y comprometido»:

- «El capital paciente permite que los inversores accedan a primas por falta de liquidez, reduce el volumen de negocio, favorece estrategias de inversión menos procíclicas y, por tanto, mayores tasas de inversión neta por beneficios y mayor estabilidad financiera;
- el capital comprometido fomenta políticas de voto activas, con lo que se mejora el gobierno corporativo;
- el capital productivo respalda el desarrollo de infraestructuras, las iniciativas de crecimiento verde, la financiación de las pymes, etc., con lo que se favorece el crecimiento sostenible».

14 Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance – Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 8 February 2013 http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130216a.pdf & Update on financial regulatory factors affecting the supply of long-term investment finance – Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 29 August 2013 http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130829g.pdf

15 Green Paper on Long-Term Financing of the European Economy – COM/2013/0150 final – European Commission 25/03/2013 http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52013DC0150:EN:NOT

Nuevos principios del G20 para la inversión a largo plazo de los inversores institucionales: una herramienta para que los fondos de pensiones y los responsables de la formulación de políticas adopten una estrategia a largo plazo

Los nuevos principios de alto nivel del G20 para la inversión a largo plazo de los inversores institucionales[16] establecen una serie de condiciones previas que los gobiernos y los inversores han de vigilar en relación con las inversiones a largo plazo, así como requisitos específicos relativos al gobierno de los propietarios de activos, la rendición de cuentas de los gestores de activos, la transparencia y la presentación de informes en toda la cadena de inversión, entre otras cosas para informar y educar a los consumidores.

Si se cumplen y se aplican con eficacia, los principios del G20 podrían impulsar un cambio en los fondos de pensiones de los trabajadores hacia estrategias de inversión a largo plazo. El texto del G20 parece especialmente acertado cuando reclama:

- el cumplimiento de otras normas sociales y ambientales fundamentales, tales como las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales y los Principios para la inversión responsable de las Naciones Unidas (Preámbulo);
- el desarrollo de «planes de ahorro y jubilación colectivos a largo plazo» para contribuir a que los inversores apuesten por el largo plazo (Principio 2.2);
- que «las cláusulas contractuales de los gestores de fondos y la remuneración de los altos directivos» se basen en criterios a largo plazo y en la relación entre riesgo y rentabilidad (3.7);
- que toda ayuda pública a la financiación privada se base en un análisis de la relación costo-beneficio y tenga un «precio adecuado» (5.1);
- que los inversores institucionales expliquen «con suficiente grado de detalle» cómo abordan los riesgos a largo plazo (7.3, 7.4)..

Al igual que la Junta de Estabilidad Financiera, la OCDE vincula la ILP con la economía real («capital productivo»), pero no relaciona el «capital paciente» con el plazo de vencimiento del activo, como la Junta de Estabilidad Financiera, sino con el periodo de tenencia por parte del inversor («primas por falta de liquidez»). Otro aspecto importante es la consideración del «capital comprometido» como dimensión central de la ILP, con lo que se subraya la importancia del gobierno y la transparencia en la «cadena de inversión» —desde los propietarios y los gestores de activos hasta la junta de las compañías en las que se invierte—.

16 http://www.oecd.org/daf/fin/principles-long-term-investment-financing-institutional-investors.htm

Si bien la definición de la OCDE parece acertada, se echa en falta una explicación más detallada de cuáles son las condiciones necesarias para que el capital productivo favorezca un «crecimiento sostenible». Concretamente, nada en el enfoque de la OCDE sugiere que sea necesario considerar aspectos ambientales, sociales y de gobierno, ni incorporar estos a las políticas de inversión de los inversores institucionales ni al marco de información de los gestores de activos y las empresas participadas.

También se puede definir la ILP por lo que no es. Según este enfoque, la ILP es necesaria para abordar los costos de los aspectos externos que se derivan de las actitudes cortoplacistas o especulativas. Este planteamiento, muy del agrado de los grupos sindicales internacionales[17], exige dar con una definición aceptable de términos que en ocasiones pueden resultar confusos, tales como «cortoplacismo», «especulación financiera» o «financiarización».

En cualquier caso, lo deseable es definir la ILP teniendo en cuenta ambos enfoques: i) garantizar que los inversores institucionales aporten «capital paciente, productivo y comprometido» (según la definición de la OCDE) con responsabilidad (añadirían la sociedad civil y los grupos sindicales); y, al mismo tiempo, ii) alejarse de los planteamientos cortoplacistas y especulativos. No obstante, en la práctica estos enfoques rara vez coinciden, lo que puede causar cierta esquizofrenia —un inversor institucional puede financiar proyectos e infraestructuras con un objetivo sostenible evidente a largo plazo y, en el extremo contrario de su cartera, incrementar su exposición a los fondos de protección y a la negociación de alta frecuencia—.

A nivel intergubernamental, términos como «especulación» o «cortoplacismo» siguen siendo inaceptables. Veamos un ejemplo práctico: durante la ronda de negociaciones que tuvo lugar en la OCDE en relación con los principios de la OCDE y el G20 mencionados anteriormente, la última parte de la frase «adoptar un enfoque a largo plazo también permite a los inversores apreciar y beneficiarse del valor fundamental de sus inversiones, dejando de lado la especulación a corto plazo» se eliminó de la versión definitiva que se hizo pública en la cumbre de San Petersburgo de septiembre de 2013.

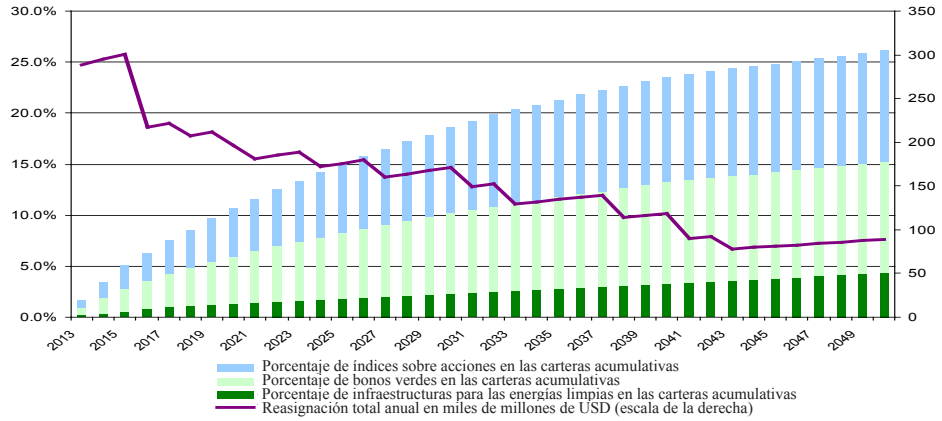
Le rôle central des fonds de pension

En el debate sobre la ILP de los inversores institucionales es importante distinguir entre los propietarios de activos (fondos de pensiones, aseguradoras, fondos soberanos) y los gestores de activos (empresas de gestión de activos, sucursales bancarias dedicadas a la gestión de activos) y dar prioridad a los primeros. Esta consideración es especialmente cierta cuando hablamos de los fondos de pensiones, cuyas obligaciones pueden extenderse durante 20 o 30 años (el tiempo necesario para acumular capital con el que financiar el derecho a la jubilación de los trabajadores). Los más de 30 billones de dólares estadounidenses en activos que gestionan los fondos de pensiones (de los cuales el 90 % corresponde a las economías desarrolladas) hacen de estos un tipo de propietario de activos muy importante. Hay que señalar que los fondos de pensiones tienen una finalidad social: financiar la jubilación de los trabajadores. Además, la mayoría forman parte de convenios colectivos y cuentan con representantes elegidos por los miembros en la junta directiva. Dada su función social, es de esperar que los fondos de pensiones se adhieran sin reservas a ambas definiciones de la ILP, tanto en términos positivos como negativos —alejarse del cortoplacismo en favor de las inversiones a largo plazo, incorporar prácticas de inversión responsable, incrementar la exposición de la cartera a proyectos de infraestructuras y creación de empleo—.

17 "Speculation and Sovereign Debt – An Insidious Interaction" ITUC/TUAC discussion paper prepared by Gerald Epstein and Pierre Habbard, October 2011 http://www.tuac.org/en/public/e-docs/00/00/0C/74/document_doc.phtml

La inversión de los fondos de pensiones en activos relacionados con el cambio climático es un buen ejemplo de cómo se puede aprovechar el potencial de los inversores para la ILP. El lejano horizonte de la financiación contra el cambio climático coincide con el perfil de obligaciones de los fondos de pensiones. Sin embargo, en realidad la exposición de los fondos de pensiones al cambio climático es muy reducida en este momento. No obstante, en teoría sería posible incrementar en 3 años la inversión en activos de este ámbito hasta que representen el 5 % de la cartera, de manera que se generarían en los años inmediatamente posteriores flujos anuales de alrededor de 300 000 millones de dólares de los Estados Unidos[18].

FIGURA 9: PROYECCIONES DE LA EXPOSICIÓN ACUMULATIVA DE LOS FONDOS DE PENSIONES AL CAMBIO CLIMÁTICO



El camino a la inversión a largo plazo

El potencial de los inversores institucionales para adoptar una estrategia de ILP es innegable, pero ¿puede desarrollarse? Para ello hay que abordar en primer lugar varios obstáculos y dificultades. La primera barrera, a corto plazo, es la situación de crisis económica. Los fondos de pensiones se han visto muy perjudicados por el hundimiento del mercado en 2008 y la posterior inestabilidad económica. Después de cinco años de crisis, muchos fondos de pensiones de los países de la OCDE siguen teniendo dificultades para cumplir unos niveles mínimos de financiación.

El dilatado programa de «flexibilización cuantitativa» de los bancos centrales también está teniendo consecuencias imprevistas para los inversores institucionales con obligaciones a largo plazo. Los reducidos tipos de interés y el aplanamiento de la curva (los intereses a largo plazo suelen ser más elevados que los tipos a corto plazo) benefician a los bancos, muy dependientes de la financiación a corto plazo. Por el contrario, perjudica a los inversores que tienen obligaciones a largo plazo, como pueden ser las aseguradoras y los fondos de pensiones. Así pues, los bajos tipos de interés pueden empujar a los inversores que buscan un rendimiento a adoptar estrategias de inversión que ofrecen mayores beneficios pero también son más arriesgadas.

18 What role for pension funds in financing climate change policies? Joint TUAC - ITUC issues paper, May 2012 http://www.ituc-csi.org/what-role-for-pension-funds-in,12358.html & "The Role of Pension Funds in Financing Green Growth Initiatives", Della Croce, Kaminker and Stewart, OECD, Paris, 2011 www.oecd.org/dataoecd/17/30/49016671.pdf

Otro obstáculo para la ILP lo encontramos en unos marcos políticos y normativos poco coherentes. El caso más evidente de falta de coherencia política es el de la energía limpia. En primer lugar, faltan productos comercializables que cumplan los requisitos de escala y liquidez necesarios para que los inversores institucionales se animen a invertir en energías limpias. Se calcula que los bonos verdes tienen un valor de mercado de 16 000 millones de dólares de los Estados Unidos, frente a los más de 95 billones de dólares del mercado mundial de bonos; por su parte, las emisiones anuales de bonos verdes (es decir, los flujos de entrada netos) están en torno a los 1000-2000 millones (en todo el mundo se emiten alrededor de 6 billones). Fundamentalmente, mientras los responsables del diseño de políticas permitan que las subvenciones a los combustibles fósiles coexistan con la política de promoción de la energía limpia, es poco probable que los inversores confíen en un precio de las emisiones de carbono fundamentado, estable y predecible ni, por tanto, en los beneficios económicos comparativos de la energía limpia.

La ola de reformas financieras que siguió a la crisis — legítimas desde el punto de vista de la integridad y la estabilidad financieras — puede haber tenido también algunas consecuencias imprevistas en la capacidad de los inversores para favorecer una estrategia de ILP. La necesidad de reducir las conductas de riesgo y los niveles de apalancamiento del sector financiero podría impedir que los inversores institucionales coloquen el dinero en activos orientados al largo plazo. Los proyectos de ILP, como las infraestructuras y la mitigación del cambio climático, implican un nivel de riesgo superior que el de otras inversiones no relacionadas con el largo plazo, las infraestructuras ni el clima, debido al uso de tecnologías nuevas o no probadas, la incertidumbre y la incoherencia de las normativas y políticas, y el riesgo inherente a las inversiones transfronterizas. La clasificación de riesgos también constituye un problema grave para financiar infraestructuras a largo plazo en los países en desarrollo. Según un informe encargado por el G20, la falta de información y la «desconexión» entre el riesgo soberano que captan los mercados financieros y el «riesgo empresarial» real que existe en los países de rentas bajas y bajas/medias hace que el nivel de financiación sea menor e incrementa los costos de financiación respecto a otras situaciones[19].

El temor a posibles consecuencias imprevistas de las reformas financieras posteriores a la crisis ha sido explotado, si no manipulado, por los oponentes a dichas reformas. Los banqueros, concretamente, han exagerado la repercusión del nuevo marco prudencial de Basilea III. Sin embargo, los responsables del diseño de políticas y los reguladores deben distinguir entre el «riesgo productivo» (o «riesgo bueno») y el riesgo «improductivo» o especulativo cuando establecen o revisan normas financieras prudenciales para los inversores institucionales, los bancos y las aseguradoras, o normas de financiación dirigidas a los fondos de pensiones. Tal distinción es posible en el plano teórico pero no lo ha sido a nivel gubernamental ni de políticas[20].

Si seguimos la cadena de inversión, también sería deseable que los emisores (tanto las empresas cotizadas como las sociedades privadas) cumplieran los requisitos de presentación de información a largo plazo y divulgaran los datos relativos a su desempeño e impacto ambiental, social y de gobierno, de modo que los inversores tengan acceso a la información adecuada en relación con la ILP responsable. Sin embargo, aún queda mucho camino por recorrer para que la información ambiental, social y de gobierno sea un requisito general.

19 "Misperception of Risk and Return in Low Income Countries - Innovative Finance Serving Infrastructure Development: a Win-Win Deal", Roland Berger Strategy Consultants, G20, Los Cabos, June 2012

20 "The Risk-Reward Nexus", William Lazonick & Mariana Mazzucato, Policy network, November 2012 http://www.policy-network.net/publications/4295/The-Risk-Reward-Nexus

Liderazgo de los titulares de activos y rendición de cuentas de los gestores de activos

Por último, la ILP requiere una rendición de cuentas sólida por parte de los gestores de los activos. Para ello, los titulares deben ejercer su liderazgo con decisión y pedir cuentas a sus gestores, pues es posible que estos tengan intereses creados distintos de los de sus clientes —los gestores quieren vender sus propios productos y estrategias de inversión a sus clientes, los titulares de los activos—. Al contrario que los propietarios de activos, los gestores no tienen obligaciones a largo plazo y, por tanto, ningún incentivo estructural los anima a comprometerse en una ILP.

A pesar de todo, los titulares no tienen presencia en el debate sobre las políticas relacionadas con la escasez estructural de capital a largo plazo[21]. En el caso de los fondos de pensiones, el liderazgo exige la independencia de la junta, a fin de evitar conflictos de intereses con los gestores de activos y otros proveedores de servicios financieros. Tal independencia requiere por su parte la rendición de cuentas ante los miembros de los planes de pensiones, a través de administradores elegidos por ellos. No es fruto de la casualidad que todos los fondos de pensiones con una inversión destacada en las energías limpias cuenten con representantes de sus miembros y trabajadores en la junta directiva.

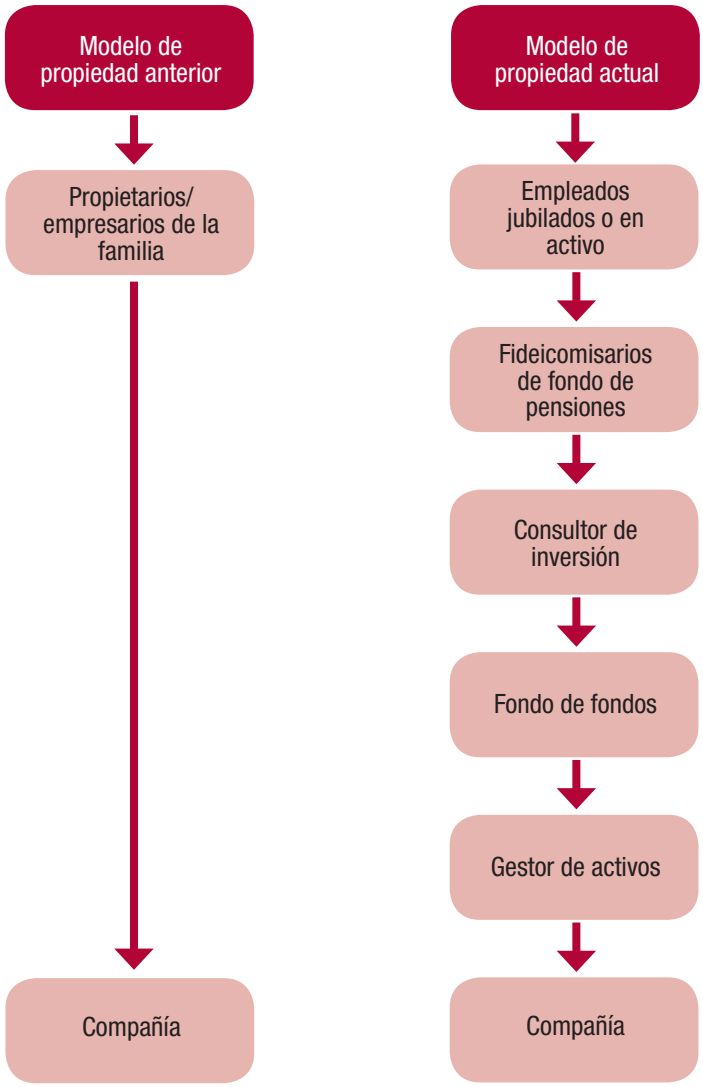
Para ejercer su liderazgo, los titulares de activos también han de confiar en el consejo, algo factible si el marco jurídico de las obligaciones fiduciarias no supone un obstáculo para una ILP responsable. Esta cuestión nos lleva al antiguo debate sobre la definición de las obligaciones fiduciarias y el grado en que permiten tener en cuenta los riesgos sustantivos no financieros a largo plazo —ambientales, sociales, para los derechos humanos.

El problema de la falta de liderazgo se debe también a toda una década de prolongación de la cadena de inversión entre el titular de los activos y los propios activos. La multiplicación de los intermediarios (los gestores de activos y las numerosas consultorías en torno a estos) acarrea complicaciones importantes para los titulares, que desean que se les rindan cuentas respecto a cómo se invierte su dinero. Numerosas publicaciones recientes se hacen eco de estos problemas, entre ellas muchas británicas .[22]

21 Asset owners invisible in capital debate, 6 September 2013 http://www.top1000funds.com/conversation/2013/09/06/asset-owners-invisible-in-long-term-capital-debate/

22 The Kay review of UK equity markets and long-term decision making: final report. Department for Business, Innovation & Skills, 23 July 2012 https://www.gov.uk/government/publications/the-kay-review-of-uk-equity-markets-and-long-term-decision-making-final-report

FIGURA 10: PROLONGACIÓN DE LA CADENA DE INVERSIÓN



¿Qué hay que hacer? En primer lugar, el contrato vinculante entre el gestor de activos y el titular de los mismos, en el que se estipula la remuneración y la ampliación de las cláusulas del contrato, debe incentivar al gestor para que adopte una perspectiva a largo plazo en relación con el desempeño de la cartera de inversión. Así pues, las mediciones a largo plazo deben atenuar la importancia de los hitos de desempeño trimestrales. Se trata de una práctica poco habitual, que ha empezado a considerarse deseable recientemente. Contar con normas estructurales sólidas también es necesario para que los derechos de propiedad que los gestores asumen en nombre de los titulares (entre ellos, el derecho a voto de los accionistas) se ejerzan realmente.

Los derechos de los accionistas deben influir de algún modo significativo en el director general y la junta directiva; cabe mencionar como ejemplo el derecho a proponer resoluciones en el programa de la junta general anual. No obstante, esos derechos no deben servir para atacar, sino para premiar a aquellos que defienden los intereses a largo plazo de la empresa y castigar a los que buscan el beneficio rápido (por ejemplo, los fondos de protección activistas que se involucran en adquisiciones generalizadas).

El reto para los reguladores es evitar que los dos objetivos —defender los derechos de los accionistas en relación con la ILP y restringir esos mismos derechos para evitar conductas especulativas— resulten excluyentes. Algunos países adoptan un enfoque positivo y otorgan derechos de voto adicionales a los accionistas a largo plazo. Los partidarios de un enfoque en términos negativos sobre la ILP argumentan que, en lugar de premiar la propiedad a largo plazo, se podrían penalizar las conductas cortoplacistas y especulativas, tales como el préstamo de títulos y el uso de derivados para ocultar al verdadero titular de las acciones.

El grado de concentración del sector financiero también puede plantear retos estructurales a la rendición de cuentas por parte de los gestores de activos. La mayoría de las grandes empresas gestoras de activos del mundo son filiales de conglomerados financieros internacionales que engloban distintos servicios bancarios o de seguros y que el G20, la Junta de Estabilidad Financiera y las aseguradoras internacionales consideran «demasiado grandes para quebrar». Tales casos pueden dar pie a un conflicto de intereses, pues es posible que la filial que se dedica a la gestión de activos prefiera no ejercer el derecho de voto que asume en nombre de sus clientes si el resultado de tal votación pudiera ser considerado adverso por el director general y la dirección de la empresa participada y, por tanto, pudiera poner en peligro las relaciones empresariales con otras filiales del conglomerado.

Sin duda, promover una mayor transparencia respecto a las relaciones comerciales del grupo y aplicar normas rigurosas para evitar conflictos de intereses puede ser de ayuda, pero, puesto que el riesgo de que surjan conflictos de intereses es de naturaleza estructural, es posible que la solución al problema también deba serlo. Esto, a su vez, aporta nuevos elementos al debate en curso sobre la necesidad de obligar a separar, por ley, la banca comercial minorista de las actividades de inversión y comercio especulativas e inestables.

¿Es esto lo que queremos realmente?

Aun suponiendo que todo lo anterior entrara en vigor, ¿sería deseable la aplicación plena de un programa de ILP para inversores institucionales? ¿No superarían los costos a los beneficios?

A corto y medio plazo, teniendo en cuenta los retos normativos que habría que superar y el tiempo necesario para culminar la transición a un entorno normativo y de políticas propicio para la inversión a largo plazo, seguiría siendo necesario el respaldo financiero público a los inversores. La forma de respaldo más habitual consiste en una garantía gubernamental contra el riesgo de incumplimiento de un activo. Con algunas excepciones notables, todas las emisiones de bonos verdes que se han efectuado hasta la fecha han ido acompañadas de garantías explícitas de gobiernos, bancos regionales de desarrollo o el Banco Mundial. El apoyo gubernamental puede adquirir otras formas: préstamos directos subvencionados con tipos de interés reducidos, servicios y seguros de crédito a la exportación, seguros de riesgo de fluctuación en el cambio de divisas y servicios de apoyo subvencionados para los acuerdos de inversión. También existe la posibilidad de que un fondo de capital de riesgo financiado o dirigido por el gobierno asuma posiciones de «primera pérdida» en acuerdos de inversión privados.

Existen buenas razones que respaldan la prestación y ampliación de las garantías gubernamentales para atraer flujos financieros privados a la ILP. Sin embargo, la experiencia de los rescates de los bancos sacudidos por la crisis de 2008 demuestra que las garantías gubernamentales son una cuestión delicada. De hecho, las enormes garantías públicas en favor de los banqueros han convertido toda una industria en un negocio subvencionado. Andrew Haldane, del Banco de Inglaterra, calcula que las garantías públicas explícitas e «implícitas» propiciaron en 2009 un ahorro neto de aproximadamente 160 000 millones de dólares de los Estados Unidos para 13 bancos, solo en el Reino Unido[23].

Por tanto, las ayudas públicas a la financiación privada no salen gratis, hay que ponerles un precio adecuado. Siempre que se emplee dinero público para impulsar proyectos privados deben firmarse acuerdos justos y transparentes de riesgo compartido. De ese modo se protege el interés público (es decir, se evita que «se privaticen los beneficios y se socialicen las pérdidas») y se previene la competencia desleal en el sector financiero.

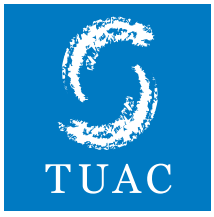
Otro motivo de preocupación es el riesgo que la ILP supone para la protección y el desarrollo de los servicios públicos y de la capacidad de la administración, muy necesarios. Movilizar a los inversores institucionales para que financien infraestructuras, por ejemplo, podría minar, a la larga, la protección de los servicios públicos, especialmente en los países en desarrollo. Este hecho se aprecia particularmente en las asociaciones entre los sectores público y privado, un modelo de financiación que se está promoviendo activamente. Las asociaciones público-privadas suponen menos del 15 % del valor de la inversión del sector público en infraestructuras. Aunque están en auge, la idea de que las asociaciones público-privadas han de ser una opción preferente de financiación de las infraestructuras, en detrimento de las adquisiciones públicas tradicionales, no se sostiene. En la práctica, estas asociaciones han resultado un modelo fallido que puede disparar el precio de los servicios públicos y provocar situaciones en que los beneficios se privatizan y las pérdidas se socializan. Al contrario que la adquisición pública tradicional, las asociaciones público-privadas acarrean muchos costos ocultos y son contratos excesivamente complejos para los gobiernos[24].

El camino por delante

A primera vista, el camino para que los inversores institucionales adopten una estrategia de inversión a largo plazo puede parecer una enorme autopista. Sería lógico. Entre otras cosas, por el perfil de los inversores, proclive a las obligaciones a largo plazo, sobre todo en el caso de los fondos de inversión; y también porque permitiría a los inversores alejarse de conductas especulativas y cortoplacistas. Sin embargo, hay que tener en cuenta un sinfín de aspectos. El principal reto consiste en restaurar la rendición de cuentas a lo largo de la cadena de inversión y devolver el equilibrio a la relación de poder entre el titular de los activos y los gestores, así como establecer requisitos de información rigurosos. La regulación financiera y las normas prudenciales deben ayudar a distinguir, en la medida de lo posible, entre las formas «buenas» y «malas» de riesgo. En todo caso, desde una perspectiva progresista, la que comparten el movimiento sindical y los grupos de la sociedad civil, nos aguardan una serie de encrucijadas, entre ellas la protección de los servicios públicos y la solidez y la eficiencia de las administraciones públicas. Hay que evitar a toda costa una situación de suma cero. Los programas en favor de la inversión a largo plazo no deben reemplazar sino sumarse al derecho de los ciudadanos a disfrutar de servicios públicos e instituciones de gobierno eficaces.

23 "The $100 billion question", Comments by Andrew Haldane, Executive Director, Financial Stability, Bank of England, at the Institute of Regulation & Risk, Hong Kong, March 2010, BIS Review 40/2010 http://www.bis.org/review/r100406d.pdf

24 "PPPs – In pursuit of fair risk sharing and value for the people?", TUAC, April 2010 http://www.tuac.org/en/public/e-docs/00/00/06/FE/document_doc.phtml

Economistas de la CSI:

John Evans, Jefe economista de la CSI y Secretario General de TUAC/CSI	evans@tuac.org
Carolin Vollmann, editora de los Resúmenes Económicos, CSI	carolin.vollmann@ituc-csi.org
Peter Bakvis, Global Unions/CSI	pbakvis@globalunions-us.org
Pierre Habbard, autor principal TUAC/CSI	habbard@tuac.org
Roland Schneider, TUAC	schneider@tuac.org