

REGULACIÓN DE FONDOS SOBERANOS. EL CASO CHILENO

*Camila Saffirio*¹

Resumen

Los fondos soberanos son vehículos de inversión de propiedad de un Estado cuyos recursos provienen de activos en moneda extranjera. Actualmente, existen 61 fondos soberanos en el mundo y los recursos acumulados en ellos alcanzan aproximadamente a US\$5.002.500 millones. En 2006, la Ley N° 20.128 de Responsabilidad Fiscal creó dos fondos soberanos en Chile: el Fondo de Reserva de Pensiones y el Fondo de Estabilización Económica y Social. Este artículo tiene por objeto presentar un análisis introductorio de los fondos soberanos, describiendo los principales esfuerzos regulatorios internacionales sobre la materia y la normativa aplicable a los fondos soberanos chilenos.

Introducción

No obstante su larga data, durante los últimos años los fondos soberanos han sido objeto de mayor atención debido al veloz crecimiento que han experimentado los recursos acumulados en ellos y al cambio en sus estrategias de inversión hacia instrumentos de mayor riesgo.² Debido a ello, ha aumentado la preocupación de los países receptores de las inversiones de estos fondos por asegurar que estas se realicen conforme a criterios económicos y financieros, absteniéndose de perseguir fines políticos o estratégicos.³

¹ Licenciada en Ciencias Jurídicas y Sociales (Universidad de Chile)

² Epstein, Richard A. y Rose, Amanda M., "The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow", en *The University of Chicago Law Review*, Vol. 76, 1, 2009, p. 112.

³ La discusión sobre la necesidad de regular las operaciones de los fondos soberanos puede encontrarse en: Epstein y Rose, op. cit.; y Gilson, Ronald J. y Milhaupt, Curtis J., "Sovereign Wealth Funds and Cor-

El presente artículo busca describir en qué consisten los fondos soberanos, los principios y prácticas que rigen su operación a nivel internacional y la regulación aplicable a los fondos soberanos chilenos.

1. ¿Qué son los fondos soberanos?

Los fondos soberanos son vehículos de inversión de propiedad de un Estado cuyos recursos provienen de activos en moneda extranjera.⁴ Por regla general, los recursos de los fondos soberanos tienen su origen en excedentes de la balanza de pagos, operaciones de cambio internacional, recursos provenientes de privatizaciones, superávits estructurales y/o fondos resultantes de la exportación de *commodities*.

Existen ciertos elementos que permiten identificar un fondo soberano, a saber:

(i) Propiedad. Los fondos soberanos son propiedad de un Estado, usualmente un Estado Central y, menos comúnmente, Estados Locales, como el caso del California Public Employees Retirement System (CalPERS), propiedad del Estado de California, EE.UU.

Usualmente, los fondos soberanos son constituidos por ley, sea a través de leyes especiales sobre la materia, a través de la ley de presupuestos o mediante leyes de responsabilidad fiscal. En algunos países los fondos soberanos son establecidos en la constitución, como, por ejemplo, Papua Nueva Guinea. Los fondos soberanos pueden tomar la forma de entidades con personalidad jurídica propia y separada del Estado o del banco central respectivo, o bien, como en el caso de los fondos soberanos chilenos, pueden consistir en un conjunto de activos administrado por el Estado.⁵

(ii) Inversión. La estrategia de inversión de los fondos soberanos incluye la inversión en activos financieros localizados fuera del país titular de dichos fondos. Por lo tanto, el concepto de fondos soberanos excluye aquellos fondos que se invierten exclusivamente en forma local.

(iii) Objetivos. En términos generales, se puede decir que los fondos sobe-

porate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism”, en *Stanford Law and Economics Olin Working Paper*, 355, 2008. Asimismo, un análisis sobre el uso de estrategias de inversión activas y pasivas en los fondos soberanos puede encontrarse en Rose, Paul, “Sovereign Wealth Funds: Active or Passive Investors?”, en *Yale Law Journal*, 118, Pocket Part 104, 2008.

4 International Investment of Sovereign Wealth Funds: Are New Rules Needed?, mayo de 2012.

5 Por todos, Hammer, Cornelia, “Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices”, en *IMF Working Paper*, (International Monetary Fund) 2008, p. 5.

ranos son creados para cumplir determinados propósitos macroeconómicos. Este elemento permite distinguir los fondos soberanos de las reservas de los bancos centrales, toda vez que estas últimas tienen como objetivo la balanza de pagos. De acuerdo con la tipología del Fondo Monetario Internacional (FMI), es posible distinguir cinco tipos de fondos soberanos en atención a los objetivos que persiguen:

a. Fondos de estabilización. Corresponden a aquellos fondos soberanos cuyo principal objetivo es proteger la economía y el presupuesto de una nación de las variaciones en los precios de un determinado *commodity* (comúnmente, el crudo).

b. Fondos de ahorro. Aquellos fondos soberanos que buscan convertir activos no renovables en un portafolio más diversificado de activos, mitigando los efectos de la enfermedad holandesa.⁶

c. Sociedad de inversión de reservas. Son creadas con el propósito de aumentar el retorno de las reservas y cuyos activos son, usualmente, contabilizados dentro de las reservas.

d. Fondos de desarrollo. Corresponden a aquellos fondos soberanos creados con el propósito de financiar proyectos socioeconómicos determinados o a promover ciertas políticas industriales orientadas a aumentar el potencial de crecimiento de un país.

e. Fondos de reservas de pensiones. Creados con el objeto de proveer recursos adicionales a las cotizaciones de los particulares para el pago de las contingencias previsionales de un Estado.

El objetivo para el cual se crea un fondo soberano determina, en gran medida, su política de inversión. Así, normalmente, aquellos fondos que persiguen finalidades de estabilización económica tienen horizontes de inversión más cortos y un mayor énfasis en la liquidez de sus inversiones que, por ejemplo, los fondos soberanos de ahorro.⁷

Finalmente, es relevante destacar que los objetivos de los fondos soberanos son variables y pueden sobreponerse o modificarse en el tiempo.

6 La enfermedad holandesa consiste en los cambios negativos en materia de comercio que pueden ocasionarse a raíz de un incremento veloz en los ingresos de un país provenientes, generalmente, de la explotación de un *commodity*. Ver: Ebrahim-Zadeh, Christine, "Dutch Disease: Too Much Wealth Managed Unwisely", en *Finance and Development*, Vol. 40, 1, 2003.

7 Informe Anual Comité Financiero del Ministerio de Hacienda para el año 2011, Ministerio de Hacienda de Chile, 2012, p. 16.

2. Regulación y transparencia

Los fondos soberanos son vehículos de inversión que han existido durante varias décadas. Kuwait es el Estado titular del fondo soberano más antiguo, el *Kuwait Investment Authority*, creado en 1953 para acumular recursos provenientes de la extracción de petróleo.⁸ Actualmente, existen 61 fondos soberanos de propiedad de Estados o Estados Locales y los recursos acumulados en ellos ascienden a aproximadamente US\$5.002.500 millones. El más reciente de estos fondos pertenece a Mongolia y fue constituido en 2011 con el objeto de concentrar recursos provenientes de la actividad minera de dicho país.⁹

El siguiente cuadro muestra los 10 mayores fondos soberanos actualmente vigentes:

	País	Nombre del Fondo	Recursos (MMUSD)	Año de Creación	Origen de los Recursos
1	Emiratos Árabes Unidos – Abu Dabi	Abu Dhabi Investment Authority	\$627	1976	Petróleo
2	Noruega	Government Pension Fund – Global	\$611	1990	Petróleo
3	China	SAFE Investment Company	\$567.9**	1997	No commodity
4	Arabia Saudita	SAMA Foreign Holdings	\$532.8	n/d	Petróleo
5	China	China Investment Corporation	\$439.6	2007	No commodity
6	Kuwait	Kuwait Investment Authority	\$296	1953	Petróleo
7	China – Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	\$293.3	1993	No commodity
8	Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	\$247.5	1981	No commodity
9	Singapur	Temasek Holdings	\$157.2	1974	No commodity
10	Rusia	National Welfare Fund	\$149.7*	2008	Petróleo

** Estimación

* Incluye el fondo de estabilización del petróleo de Rusia

Fuente: Sovereign Wealth Funds Ranking: Largest Sovereign Wealth Funds by Assets Under Management, Sovereign Wealth Funds Institute (mayo 2012).

8 Sovereign Wealth Funds Ranking: Largest Sovereign Wealth Funds by Assets Under Management, (Sovereign Wealth Funds Institute) 2012.

9 Ibid.

En octubre de 2007, el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI)¹⁰ manifestó que era necesario profundizar el análisis de ciertos temas claves para los inversionistas y los receptores de los recursos de los fondos soberanos, incluido un diálogo para identificar las mejores prácticas en esta materia.¹¹ En abril de 2008, 26 Estados miembros del FMI¹² y titulares de fondos soberanos acordaron la creación del Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión (GITFSI), entidad destinada a acordar y promover un grupo de principios comunes para los objetivos y prácticas de inversión de los recursos de los fondos soberanos.

En septiembre de 2008, el GITFSI acordó los Principios de Santiago, un conjunto de 24 principios y prácticas voluntarias diseñadas para asegurar prácticas adecuadas en la política de inversión, regímenes de gobernabilidad y *accountability* de los fondos soberanos.¹³

Los Principios de Santiago fueron establecidos teniendo como objetivo que los fondos soberanos observen los siguientes lineamientos:¹⁴

(i) contribuir a mantener la estabilidad del sistema financiero mundial y la libre circulación de capital e inversiones;

(ii) observar la normativa y las obligaciones de transparencia aplicables en los países en los cuales realizan sus inversiones;

(iii) invertir en función de criterios de rentabilidad y riesgo económico-financiero; y

(iv) contar con una estructura de gobierno sólida y transparente, que permita un adecuado control operacional, de riesgos y *accountability*.

Con miras a estos objetivos, los Principios de Santiago apuntan a fortalecer las prácticas relativas a los fondos soberanos en tres áreas. En primer lugar, se busca que los fondos soberanos posean un marco legal definido, que establezca objeti-

10 El CMFI es un comité de la Junta de Gobernadores del FMI. Este comité está integrado por representantes de los países miembros del FMI, normalmente ministros de hacienda y directores de bancos centrales.

11 Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008, p. 1.

12 Los Estados miembros del GITFSI son Australia, Azerbaiyán, Bahrein, Botsuana, Canadá, Chile, China, Corea, Emiratos Árabes Unidos, Estados Unidos, Guinea Ecuatorial, Irán, Irlanda, Kuwait, Libia, México, Noruega, Nueva Zelanda, Qatar, Rusia, Singapur, Timor-Leste y Trinidad y Tobago.

13 El listado completo de los Principios de Santiago puede encontrarse en iwg-swf.org/pubs/esl/gapplists.pdf

14 International Working Group of Sovereign Wealth Funds, op. cit., p. 4.

vos claros y coordinación con las políticas macroeconómicas. En este sentido, los Principios de Santiago indican que los fondos soberanos deben contar con un marco jurídico sólido y que sus objetivos deben ser declarados públicamente.¹⁵

En segundo término, los principios tratan el marco institucional y régimen de administración de los fondos soberanos. Al respecto, se establece que dicho régimen de administración debe ser firme y establecer una división de roles y responsabilidades efectivas que facilite la independencia operativa y *accountability* de los administradores de los fondos.¹⁶ Asimismo, los principios disponen que los miembros del órgano responsable de los fondos soberanos deben actuar en el mejor interés de los fondos y contar con un mandato claro y facultades suficientes para el desarrollo de su función.¹⁷

En tercer lugar, los Principios de Santiago regulan las inversiones y la administración de riesgos de los fondos soberanos. Los principios disponen la obligación de los fondos soberanos de difundir al público las siguientes materias:

(i) un informe anual de las operaciones y rendimiento de los fondos soberanos, que contenga estados financieros preparados de acuerdo a normas internacionales de contabilidad;¹⁸

(ii) el régimen de administración y los objetivos del fondo, así como la forma en la que este es administrativamente independiente de su titular;¹⁹

(iii) información financiera relativa a la orientación económica y financiera del fondo, con el propósito de contribuir a la estabilidad de los mercados financieros internacionales y aumentar la confianza de los países receptores de las inversiones;²⁰

(iv) una descripción de la política de inversiones del fondo soberano.²¹

Adicionalmente, los Principios de Santiago disponen que las operaciones y los estados financieros de los fondos soberanos deben ser auditadas anualmente de acuerdo a normas internacionales de contabilidad.²²

15 Principios de Santiago, N°1 y N° 2.

16 *Ibíd.*, N°6.

17 *Ibíd.*, N°8.

18 *Ibíd.*, N° 11.

19 *Ibíd.*, N°16.

20 *Ibíd.*, N° 17.

21 *Ibíd.*, N° 18.3.

22 *Ibíd.*, N° 12.

Finalmente, y con el objeto de asegurar que las decisiones de inversión de los fondos soberanos respondan a criterios económicos y no políticos o estratégicos, los principios acordados por el GITFSI disponen que las decisiones de inversión de los fondos deben apuntar a maximizar los retornos financieros en una forma que resulte consistente con su política de inversión y en base a razones económicas y financieras. En el evento de que dichas decisiones de inversión se funden en consideraciones que no sean económicas o financieras, este hecho debe ser claramente identificado en la política de inversión y debe ser difundido al público.

3. Los fondos soberanos chilenos

3.1. El Fondo de Reserva de Pensiones

El artículo 5 de la Ley de Responsabilidad Fiscal establece la creación de un Fondo de Reserva de Pensiones (en adelante, FRP). Como su nombre indica, este fondo tiene por objeto exclusivo complementar el financiamiento de determinadas obligaciones fiscales relativas a pensiones y a previsión social. En particular, el fondo busca garantizar el pago de las pensiones básicas solidarias de vejez e invalidez y los aportes previsionales solidarios.

Los recursos del FRP se componen principalmente de aportes anuales obligatorios que debe realizar el Fisco durante el primer semestre de cada año por un monto equivalente al superávit efectivo con un tope de 0,5% del Producto Interno Bruto (PIB) del año anterior. Adicionalmente, la Ley de Responsabilidad Fiscal exige que dichos aportes anuales no sean menores al 0,2% del PIB de año anterior. Este aporte anual obligatorio debe realizarse hasta que los recursos acumulados en el FRP alcancen los 900 millones de Unidades de Fomento.

Adicionalmente, el FRP se constituye e incrementa con el producto de la rentabilidad que genere la inversión de sus recursos y con otros aportes que establezca la ley.

Además de regular específicamente el destino que se puede dar a los recursos del FRP, el artículo 7 de la Ley de Responsabilidad Fiscal establece que dichos recursos únicamente pueden ser utilizados a contar de 2016. Hasta dicho año, solo es posible realizar giros anuales por un monto máximo equivalente a la rentabilidad que genere el fondo el año anterior.²³ A contar de 2016,

23 Ley N° 20.255 que Establece la Reforma Previsional, artículo 53.

anualmente pueden utilizarse recursos hasta por un monto máximo equivalente a un tercio de la diferencia entre el gasto total que corresponde realizar en dicho año por obligaciones previsionales y el gasto total realizado en 2008 por el mismo concepto, ajustado por inflación.

El FRP es un fondo temporal, dado que la Ley de Responsabilidad Fiscal señala que, a contar de 2021, este fondo se extinguirá de pleno derecho si los giros a efectuarse en un año calendario no superan el 0,5% de la suma de los gastos en pensión básica solidaria de vejez, pensión básica solidaria de invalidez, aporte previsional solidario de vejez y aporte previsional solidario de invalidez establecidos en la Ley de Presupuestos de dicho año.

3.2. El Fondo de Estabilización Económica y Social

El artículo 10 de la Ley de Responsabilidad Fiscal, facultó al Presidente para refundir en un solo fondo el Fondo de Compensación de los Ingresos del Cobre (Convenio de Préstamo Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento N° 2.625 CH) y los ingresos fiscales a que se refiere el Decreto Ley N° 3.653 de 1981, esto es, aquellos recursos que ingresaban a rentas generales de la Nación provenientes de empresas de la gran minería por concepto de (i) impuesto a la renta; (ii) impuesto habitacional; o (iii) excedentes de empresas públicas, generados porque el precio de venta de la libra de cobre era superior al precio de referencia.

En virtud de este mandato, el año 2007, mediante el Decreto con Fuerza de Ley N° 1 del Ministerio de Hacienda(en adelante,DFL N°1), se creó el Fondo de Estabilización Económica y Social (en adelante,el FEES).

Como se indicó anteriormente, el FEES se compone de los recursos que, a la fecha de su creación, existían en el Fondo de Compensación de los Ingresos del Cobre y de los ingresos fiscales referidos en el Decreto Ley N° 3.653 de 1981. Adicionalmente, el artículo 2° del DFL N°1 establece un aporte anual obligatorio consistente en el saldo positivo que resulte de restar al superávit efectivo el aporte anual obligatorio al FRP. Conforme a este artículo se han realizado aportes al FEES desde su creación.²⁴

Asimismo, la ley autoriza la realización de aportes extraordinarios al FEES consistentes en recursos provenientes de la venta de activos o de emisiones de deuda, así como otros recursos que autoricen otras leyes. En ejercicio de esta facultad, durante 2010 se aportaron al FEES US\$1.000 millones

²⁴ Fondo de Reserva de Pensiones - Informe Ejecutivo Mensual a marzo de 2012, Ministerio de Hacienda de Chile, mayo de 2012, p. 2.

provenientes de recursos originados en emisiones internacionales de bonos y US\$362 millones correspondientes al saldo final del Fondo de Estabilización de Precio de los Combustibles Derivados del Petróleo (FEPCO),²⁵ el cual debía ser depositado en el FEES al término de su vigencia.²⁶

Es relevante destacar que el FEES surgió como complemento a la regla de balance estructural aplicada a la política fiscal chilena desde 2001. La regla de balance estructural busca estabilizar el crecimiento del gasto público en el tiempo. En otras palabras, “[l]a regla de balance estructural establece que el nivel de gasto público en cada período depende de los ingresos estructurales o permanentes del Fisco. De esta forma se busca aislar las decisiones de gasto público, en particular en materia de gasto e inversión social, de los vaivenes del ciclo económico y de las fluctuaciones de los precios del cobre y del molibdeno.”²⁷

La regla de balance estructural fue institucionalizada en el artículo 1° de la Ley de Responsabilidad Fiscal. Esta norma establece la obligación del Presidente de la República de dictar, dentro de los 90 días siguientes a la fecha en que asume sus funciones, un decreto estableciendo las bases de la política fiscal que aplicará durante su mandato.²⁸ Conforme a la Ley, este decreto debe incluir un pronunciamiento explícito acerca de las implicancias y efectos de dicha política fiscal sobre el balance estructural.

El FEES asegura que parte del superávit estructural sea ahorrado para financiar eventuales presupuestos deficitarios.²⁹ El artículo 4° del DFL N°1 establece que los recursos del FEES pueden destinarse a los siguientes fines:

- (i) Al financiamiento de la Ley de Presupuestos, hasta por el monto que se establezca en dicha ley;
- (ii) A la sustitución de ingresos y/o al financiamiento del mayor gasto que se produzca durante la ejecución presupuestaria, conforme a las autorizaciones y limitaciones establecidas en la legislación vigente;

25 Informe Anual de los Fondos Soberanos para el año 2010, Ministerio de Hacienda de Chile, 2011, p. 48.

26 Ley N° 20.063 que Crea Fondos de Estabilización de Precios de Combustibles Derivados del Petróleo, Artículo 2° Transitorio.

27 Por todos, Velasco, Andrés, “Compromisos Fiscales y la Meta de Balance Estructural”, en *Estudios de Finanzas Públicas*, (Dirección de Presupuestos de Chile) 2007, p. 5.

28 Esta obligación ha sido cumplida mediante los Decretos N° 1.259 y N° 637 del Ministerio de Hacienda, de 2007 y 2010, respectivamente.

29 Por todos, Rodríguez, Jorge, “Structural Balance Policy in Chile”, en *OECD Journal on Budgeting*, Vol. 7, 2, 2007, p. 88.

(iii) A las amortizaciones, intereses u otros gastos por concepto de deuda pública, incluidos los originados en contratos de canje de tasas de interés y/o de moneda;

(iv) A las amortizaciones, intereses u otros gastos por concepto de pagos de Bonos de Reconocimiento,³⁰ incluidos los originados en contratos de canje de tasas de interés y/o de moneda;

(v) Al financiamiento del aporte anual obligatorio que debe realizarse al FRP, cuando así lo disponga el Ministro de Hacienda; y

(vi) Al financiamiento de aportes extraordinarios al FRP, cuando así lo disponga el Ministro de Hacienda.

Como puede observarse, a diferencia del FRP, los recursos del FEES pueden ser destinados a distintas finalidades a decisión del poder Ejecutivo.

Los recursos acumulados en el FEES fueron utilizados durante 2009 para financiar el plan de estímulo fiscal impulsado por el Gobierno de entonces para mitigar el impacto en nuestro país de la crisis financiera internacional y para financiar el déficit efectivo del presupuesto ocasionado por la disminución de los ingresos tributarios y de aquellos relacionados con la gran minería.³¹ Asimismo, durante dicho año, se utilizaron recursos de este fondo para amortizar deuda pública y para realizar el aporte anual obligatorio al FRP. La suma total de recursos retirados del FEES durante 2009 ascendió a US\$9.278 millones.³²

4. Administración de los recursos de los fondos soberanos chilenos

La Ley de Responsabilidad Fiscal y el DFL N° 1 otorgan al Ministro de Hacienda la facultad de efectuar la inversión de los recursos del FRP y FEES a través de tres alternativas. En primer lugar, la Ley contempla la posibilidad de que la administración de los recursos de los fondos sea realizada, en Chile o en el extranjero, por administradores externos de cartera, sean estos personas jurídicas nacionales o extranjeras. Los instrumentos, operaciones y contratos en que se efectúe dicha inversión deben ser establecidos por el Ministro de Hacienda. Adicionalmente, la Ley de Responsabilidad Fiscal contempla

³⁰ Los Bonos de Reconocimiento son instrumento emitidos por el Instituto de Previsión Social representativos de cotizaciones previsionales efectuadas por los trabajadores en el antiguo régimen previsional antes de su incorporación al nuevo sistema de administradoras de fondos de pensiones.

³¹ Informe Anual de los Fondos Soberanos para el año 2009, Ministerio de Hacienda de Chile, 2010, p. 15.

³² *Ibid.*

la alternativa de que la inversión de los recursos de los fondos soberanos sea realizada directamente por el Servicio de Tesorerías. Finalmente, estos recursos pueden ser administrados por el Banco Central de Chile, actuando en su calidad de agente fiscal en conformidad con lo dispuesto en el artículo 37 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central. La administración por el Banco Central puede realizarse directamente por este o a través de la contratación de servicios de administración de cartera.

Mediante Decreto Supremo N° 1.383 del Ministerio de Hacienda, de 2006 (en adelante, DS N° 1.383), se delegó en el Ministro de Hacienda la representación del Fisco para disponer de la administración de los recursos del FEES y del FRP y se designó al Banco Central como Agente Fiscal a cargo de la administración de los recursos de los fondos. El Consejo del Banco Central aceptó la designación como Agente Fiscal en acuerdo adoptado en su sesión N° 1.321, celebrada el 22 de febrero de 2007.

Las principales funciones que puede realizar el Banco Central en relación con los recursos de los fondos soberanos son las siguientes:

(i) Realizar licitaciones para la administración de los recursos de los fondos soberanos, a nombre y por cuenta del Fisco;

(ii) Administrar directamente todo o parte de los recursos de los fondos soberanos, y delegar dicha administración;³³

(iii) Abrir cuentas corrientes para el ejercicio de sus funciones como Agente Fiscal;

(iv) Contratar instituciones financieras nacionales o extranjeras para prestar los servicios de custodia global de los valores e instrumentos adquiridos con los recursos de los fondos soberanos;

(v) Realizar las operaciones que se requieran para la ejecución de la Agencia Fiscal;

(vi) Realizar los pagos que correspondan en ejercicio de la Agencia Fiscal;

(vii) Mantener un registro completo y detallado de las operaciones realizadas para la gestión de los recursos de los fondos soberanos;

(viii) Supervisar, seguir y evaluar el desempeño de los administradores externos, sean estos designados por licitación o delegados del Agente Fiscal, y del custodio;

(ix) Informar al Ministro de Hacienda y al Tesorero General de la República de la posición diaria de las inversiones realizadas con los recursos de los fondos soberanos y entregar reportes mensuales, trimestrales y anuales sobre

33 Esta función se ejerció en 2011 con motivo de la contratación de administradores externos de cartera para los nuevos activos del FRP.

la gestión de estos recursos y el desempeño de los administradores externos. Finalmente, debe entregar un informe anual sobre el servicio prestado por el custodio.

En seguida, el DS N° 1.383 establece que el Banco Central debe desempeñar su rol observando las directrices de ejecución impartidas por el Ministro de Hacienda, en las cuales se establecen las condiciones y requisitos aplicables para la debida ejecución de las funciones de la Agencia Fiscal.

Tales directrices de ejecución pueden tomar, en primer lugar, la forma de directrices de inversión. Estas buscan regular la clase de activos elegibles para las inversiones de los fondos soberanos y establecer ciertos límites por tipo de instrumento, países y/o monedas; establecer una duración referencial para la inversión de dichos recursos y los márgenes de desviación permitidos; y fijar los límites de riesgo aceptables. Asimismo, las directrices de inversión establecen uno o más comparadores referenciales o *benchmarks* que se utilizan para evaluar la gestión de los recursos de los fondos soberanos. Finalmente, estas directrices indican los criterios conforme a los cuales se realiza la valorización de los recursos de los fondos.

Desde 2007, y en virtud de un contrato celebrado con el Banco Central de Chile, J.P. Morgan Chase Bank N.A. es la entidad responsable de la custodia de los valores de los fondos soberanos chilenos (en adelante, el Custodio).³⁴ El Custodio desempeña sus funciones de acuerdo a las directrices de custodia impartidas por el Ministerio de Hacienda. De acuerdo al DS N° 1.383, las funciones del Custodio incluyen, entre otras, las siguientes: (i) la tenencia física de los flujos de caja e inversiones realizadas con los recursos de los fondos; (ii) efectuar el pago o la transferencia de los valores o instrumentos de acuerdo con las instrucciones que imparta el Banco Central; (iii) entregar informes diarios, mensuales, trimestrales y anuales sobre las inversiones realizadas y, en general, los resultados de su gestión; y (iv) informar al Banco Central de cualquier transgresión a los criterios de inversión.

Finalmente, el Ministerio de Hacienda imparte al Banco Central, en su calidad de Agente Fiscal, directrices de licitación que establecen ciertos contenidos mínimos que debe contener el Decreto por el cual se realice la licitación de los servicios de administrador externo de los fondos soberanos.

Para complementar la estructura orgánica de los fondos soberanos, la Ley de Responsabilidad Fiscal ordenó la creación de un comité de naturaleza con-

³⁴ Informe Anual de los Fondos Soberanos para el año 2008, Ministerio de Hacienda de Chile, 2009, p. 18.

sultiva cuyo objeto es asesorar al Ministro de Hacienda en las decisiones relativas a la inversión de los recursos de los fondos.

El Comité Financiero fue establecido en 2007, mediante Decreto N° 621 del Ministerio de Hacienda (en adelante, DS N° 621), y, como se indicó previamente, su principal función es asesorar al Ministro de Hacienda en los aspectos fundamentales de la estrategia de inversión a largo plazo de los recursos de los fondos soberanos. Adicionalmente, el Comité realiza recomendaciones al Ministro de Hacienda en relación con la política de inversión de los fondos y los procesos de licitación y selección de administradores externos. El Comité Financiero está facultado para emitir opiniones sobre la gestión de los fondos y la coherencia de su política de inversión, así como del contenido y estructura de los informes anuales entregados por los administradores o custodios y de los informes preparados por el Ministerio de Hacienda. No obstante, atendida su naturaleza consultiva, las recomendaciones y opiniones del Comité Financiero carecen de fuerza vinculante para el Ministro de Hacienda.

El Comité Financiero está compuesto por seis miembros designados por el Ministro de Hacienda.³⁵ De acuerdo a lo dispuesto en el DS N° 621, los miembros de Comité Financiero están sujetos a determinadas obligaciones que buscan garantizar la probidad y transparencia en el ejercicio de sus funciones. Así, al efectuar recomendaciones al Ministro de Hacienda, el Comité Financiero debe utilizar únicamente información que se encuentre disponible en el mercado. Asimismo, los integrantes de este órgano tienen obligaciones de reserva respecto de la información a la que acceden como miembros del Comité y tienen prohibición de utilizar dicha información en beneficio propio o de terceros. Finalmente, los miembros del Comité deben abstenerse de participar en aquellos debates y votaciones sobre materias que los involucren o en las que puedan tener interés. Sin embargo, los miembros del Comité Financiero no se encuentran obligados a realizar una declaración de intereses al asumir sus funciones.

Las sesiones del Comité Financiero deben realizarse, a lo menos, dos veces al año. En la práctica, estas sesiones se celebran con una frecuencia mayor pues, desde su creación en mayo del 2007, el Comité ha celebrado 46 sesiones. Las actas de estas sesiones son públicas y se encuentran disponibles en el sitio web del Ministerio de Hacienda.³⁶

35 Actualmente, este Comité es presidido por Klaus Schmidt-Hebbel e integrado por Arturo Cifuentes, Martín Costabal, Cristián Eyzaguirre, Eric Parrado y Eduardo Walker.

36 www.hacienda.cl, Actas de las Sesiones, mayo de 2012.

5. La política de inversión de los recursos de los fondos soberanos chilenos

El artículo 5° del DFL N°5 establece que los recursos de fondos pueden invertirse en aquellos instrumentos, contratos y operaciones que establezca el Ministro de Hacienda mediante instrucciones. En los hechos, los límites y controles para las inversiones de los recursos del FEES están establecidos en las directrices de inversión.

A diferencia del FEES, la inversión de los recursos del FRP se encuentra regulada exhaustivamente en el Decreto Supremo N° 1.382 del Ministerio de Hacienda. Dicho decreto autorizó la inversión de los recursos de FRP en instrumentos similares a aquellos en los cuales pueden invertir sus recursos las Administradoras de Fondo de Pensiones chilenas (AFP). Así, los recursos del FRP pueden invertirse en títulos emitidos por el Banco Central de Chile; depósitos, bonos u otros títulos emitidos por instituciones financieras locales; bonos de empresas privadas chilenas; títulos de crédito, valores o efectos de comercio y depósitos de corto plazo emitidos o garantizados por Estados o bancos centrales extranjeros; títulos de crédito, valores o efectos de comercio y depósitos de corto plazo que sean emitidos o garantizados por instituciones bancarias extranjeras o internacionales; y acciones y bonos emitidos por empresas extranjeras, entre otros.

No obstante la diversidad de instrumentos contemplados en las directrices de inversión y en el DS N° 1.382, desde su creación, la política de inversión de los recursos acumulados en los fondos soberanos chilenos contempló clases de activos similares a las utilizadas por el Banco Central en la administración de sus reservas internacionales. De acuerdo con esta política de inversión, los recursos de los fondos se invertían en instrumentos de renta fija (bonos soberanos nominales, instrumentos de mercado monetario y bonos soberanos indexados) y en monedas (dólares de los Estados Unidos de América, euros y yenes).³⁷ Si bien inicialmente esta política de inversión tenía una naturaleza transitoria, basada principalmente en la experiencia del Banco Central en la administración de estos instrumentos, su modificación fue postergada con motivo de la crisis financiera de 2009, manteniéndose hasta 2011.³⁸

En 2011, y siguiendo una recomendación del Comité Financiero, se estableció una nueva política de inversión para FRP orientada a que los

³⁷ Informe Anual de los Fondos Soberanos para el año 2010, Ministerio de Hacienda de Chile, 2011, pp. 37 y 38.

³⁸ *Ibid.*, p. 37.

recursos de este fondo sean invertidos en forma más acorde con un horizonte de inversión de mediano a largo plazo. Así, a contar del primer trimestre de 2012, los recursos del FRP podrán ser invertidos en instrumentos más riesgosos, como acciones y bonos corporativos, hasta por un 15% y 20% del total del fondo, respectivamente.³⁹

La inversión de los recursos del FRP en acciones y bonos corporativos será realizada por administradores externos: el portafolio de acciones será administrado por BlackRock Institutional Trust Company, N.A. y Mellon Capital Management Corporation, mientras que la administración del portafolio de bonos corporativos fue encargada a BlackRock Institutional Trust Company, N.A. y Rogge Global Partners Plc.⁴⁰

La incorporación de acciones y bonos corporativos entre los instrumentos en los cuales se pueden invertir los recursos del FRP abre una nueva arista regulatoria. En efecto, debe prestarse especial atención a la identidad y objeto de aquellas compañías en las cuales se encuentran invertidos los recursos del FRP con el objeto de asegurar que, a través de sus inversiones, el Estado chileno no incumpla algunas de sus obligaciones internacionales relacionadas, particularmente, con los derechos humanos y el medio ambiente.

A modo de ejemplo, Noruega, país titular del segundo fondo soberano más grande del mundo, estableció en 2004 un Consejo de Ética encargado de realizar recomendaciones al Ministro de Hacienda, cuyo objetivo es eliminar la posibilidad de invertir en instrumentos emitidos por compañías cuyas actividades representen un riesgo para el país de verse asociado a violaciones serias o sistemáticas a los derechos humanos, violaciones a los derechos fundamentales, daños ambientales serios, producción de determinados tipos de armas o actos de corrupción grave, entre otros.⁴¹ Actualmente, existe una lista de más de 50 compañías en las cuales no pueden invertirse los recursos del fondo noruego, en atención a las recomendaciones del Comité de Ética.⁴²

39 Informe Anual Comité Financiero del Ministerio de Hacienda para el año 2011, Ministerio de Hacienda de Chile, 2012, p. 18.

40 *Ibíd.*, p. 31.

41 Chesterman, Simon, "The Turn to Ethics: Disinvestment from Multinational Corporations for Human Rights Violations. The Case of Norway's Sovereign Wealth Fund", en *New York University Public Law and Legal Theory Working Papers*, 2008, pp. 589-590.

42 El listado completo de las compañías excluidas por el Comité de Ética noruego puede encontrarse en regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/statens_pensjonsfond/ansvarlige-investeringer/selskaper-som-er-utelukket-fra-fondets-i.html?id=447122

6. Transparencia en los fondos soberanos chilenos

El artículo 12 de la Ley de Responsabilidad Fiscal establece la obligación del Ministerio de Hacienda de emitir informes trimestrales sobre el estado de los fondos soberanos y de presentarlos a las comisiones de Hacienda del Senado y de la Cámara de Diputados y a la Comisión Especial de Presupuestos dentro de los 90 días siguientes al término del trimestre respectivo.⁴³ Adicionalmente, el artículo 7° del DFL N°1 establece una obligación similar respecto de los informes mensuales del FEES.⁴⁴

Por su parte, el artículo 7° del DL N°621 dispone que el Comité Financiero debe elaborar un informe anual de su gestión y de las actividades realizadas, el que debe presentarse al Ministro de Hacienda dentro de la segunda quincena de abril de cada año. Dicho informe también es enviado a las comisiones de Hacienda del Senado y de la Cámara de Diputados y a la Comisión Especial de Presupuestos.⁴⁵

Adicionalmente, y en cumplimiento con los Principios de Santiago, el Ministerio de Hacienda prepara anualmente un informe sobre la gestión y operaciones de los fondos soberanos chilenos.⁴⁶

La existencia de abundante información disponible al público relacionada con los fondos soberanos chilenos ha permitido a Chile alcanzar el puntaje máximo en el índice “Linaburg-Maduell” que mide la transparencia de los fondos soberanos.⁴⁷

43 Los informes, tanto respecto del FEES como del FRP, están disponibles en www.hacienda.cl.

44 Ver www.hacienda.cl

45 Ver *ibíd.*

46 Ver *ibíd.*

47 El índice puede encontrarse en swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/