

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ
ESCUELA DE POSGRADO



“LOS FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN”

Tesis para optar el grado de Magíster en Derecho Internacional
Económico

AUTOR

Coral de Cielo Cano Gallardo

ASESOR

Ricardo De Urioste

JURADO

Lilian Rocca

Manuel Monteagudo

LIMA – PERÚ

2014

ÍNDICE

ÍNDICE.....	i
INTRODUCCIÓN.....	iii

CAPÍTULO I: LA POLÍTICA ECONÓMICA, MONETARIA, FISCAL Y CAMBIARIA DE LOS ESTADOS Y LOS FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN

1.1	La Política Económica.....	1
1.2	La Política Fiscal.....	4
1.2.1	La Política Fiscal en los Países Ricos en Recursos.....	5
1.2.2	Modelo de Política Fiscal Sustentable para Economías basadas en la Minería.....	6
1.3	La Política Monetaria.....	9
1.4	Reservas Internacionales.....	11
1.4.1	Nivel Óptimo de Reservas.....	12
2.	LOS FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN (FSIs)	
2.1	Definición.....	14
2.1.1.	Definición del Sovereign Wealth Fund (SWF) Institute.....	15
2.2	Características de los Fondos Soberanos de Inversión.....	16
2.3.	Clasificación de acuerdo a sus Objetivos.....	16
2.4	Empresas Estatales.....	17
2.4.1	Similitudes y Diferencias de las Empresas Estatales.....	18
2.5	Puntos a favor y en contra de los Fondos Soberanos de Inversión.....	19

CAPITULO II: EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y REGULACIÓN DE LOS FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN

2.1	Evolución de Los Fondos Soberanos de Inversión.....	20
2.1.1	El Boom de la Exportación de Recursos Naturales.....	20
2.1.2.	Los Fondos de Estabilización.....	21
2.2	Características y Prácticas de los FSI Existentes.....	24
2.3	Evaluación y Comparación de los FSIs a través del Índice de Transparencia de Linaburg-Maduell.....	33
2.4	Los Fondos de Inversión Soberana luego de la Crisis del 2008.....	34
2.4.1	Destino y Sectores de la inversión de los Fondos Soberanos de Inversión.....	36
2.4.2	Potencialidades de los FSIs en la economía internacional.....	37
2.5	Problemática Alrededor de los Fondos Soberanos de Inversión “El Caballo de Troya”.....	38

CAPÍTULO III: EL ESTATUS LEGAL DE LOS FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN

3.1.	Regulación Internacional de los Fondos Soberanos de Inversión.....	43
3.1.1	Regulación de los Fondos Soberanos de Inversión en la OECD.....	43
3.1.2	Regulación de los Fondos Soberanos de Inversión en el Fondo Monetario Internacional: Los Principios de Santiago.....	45
3.2	Regulaciones Nacionales frente al Ingreso de Inversiones de Fondos Soberanos de Inversión	48
3.2.1	Regulación de la Unión Europea para los Fondos Soberanos de Inversión....	49
3.2.2	Regulación de los Estados Unidos de América para los Fondos Soberanos de Inversión.....	51
3.3	El Régimen de las Inmunidades para las entidades representantes del Estado.....	52

3.3.1	Regulación de las Inmunidades soberanas para los bancos centrales.....	55
3.3.2	Regulación de las Inmunidades para los Fondos Soberanos de Inversión.....	56
3.4	La responsabilidad de los Fondos Soberanos de Inversión.....	58
3.4.1	Responsabilidades y Protección de los Fondos Soberanos de Inversión en los Acuerdos Internacionales de Inversión.....	58
3.4.2	Aplicación del Test Salini para las inversiones de los Fondos Soberanos de Inversión.....	59
3.4.3	Responsabilidades y Protección de los Fondos Soberanos de Inversión en el Estado receptor.....	59
3.5	Análisis de Casos Representativos de Fondos Soberanos de Inversión	62
3.5.1	Noruega: “The Government Pension Fund – Global”.....	62
3.5.2	El Fondo Soberano de Inversión de Rusia.....	66
3.5.3	El Fondos Soberanos de Inversión de Singapur: GIC y Temasek.....	68
3.5.4	El Fondos Soberanos de Inversión en Chile.....	70
3.5.5	El Fondo Soberano Brasileño.....	72

CAPÍTULO IV: ¿UN FONDO SOBERANO DE INVERSIÓN EN EL PERÚ?

4.1.	Estructura de la Situación Económica y Política Fiscal del Perú.....	76
4.1.1	La Política de Inversión de las Reservas Internacionales del Perú.....	72
4.2	Necesidad de Establecer un Fondo Soberano en el Perú.....	74
4.3	El Fondo de Estabilización Fiscal en el Perú.....	75
4.4	Posibilidades de Establecer un Fondo Soberano de Inversión.....	77
4.5	Impedimentos para Establecer un Fondo Soberano de Inversión.....	78

CONCLUSIONES.....	86
BIBLIOGRAFÍA.....	90

ANEXOS

Anexo 1: Comportamiento del incremento de las RIN en el mundo.....	93
Anexo 2: Comparación de las RIN actuales vs los mínimos de RIN tradicionales.....	93
Anexo 3: Razones para fortalecer las RIN.....	93
Anexo 4: Índice de Transparencia de Linaburg-Maduell, 2012-IV.....	94
Anexo 5: Tendencia de Inversión de los FSIs, 2001-2010.....	95
Anexo 6: Dirección de las inversiones de los FSIs por sector económico, 2005-2011	95
Anexo 7: Dirección de las inversiones de los FSIs por sector económico, 2012.....	96
Anexo 8: Dirección de las Inversiones de los FSIs, por región, 2005-2011.....	96
Anexo 9: Composición Estratégica de Activos del FEES de Chile.....	97
Anexo 10: Estructura y Financiamiento del Fondo Soberano Brasileño.....	97
Anexo 11: Crecimiento económico del Perú.....	98
Anexo 12: Tasas de Inflación del Perú.....	98
Anexo 13: Tipos de cambio y nivel de riesgo país del Perú.....	99
Anexo 14: Nivel de deuda Pública en el Perú.....	99
Anexo 15: Grado de Inversión.....	100
Anexo 16: Tendencia de Exportaciones Mineras del Perú, 2001-2011.....	100
Anexo 17: Tendencia del Precio del Oro 2002-2011.....	101
Anexo 18: Tendencia del Precio del Cobre 2000-2011.....	101
Anexo 19: Reservas Internacionales del Perú 2000-2013.....	102
Anexo 20: Flujo de Inversión Extranjera Directa 2000-2012.....	102
Anexo 21: Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) – 2012.....	103
Anexo 22: Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) – 2012.....	103
Anexo 23: Porcentaje de las RIN en relación al PBI en el mundo 2012.....	104
Anexo 24: Detalle de Ingresos y Egresos del Fondo de Estabilización Fiscal.....	104

INTRODUCCIÓN

Los Fondos Soberanos de Inversión (FSIs) son considerados como uno de los principales actores en la economía internacional al poder impulsar los mercados financieros internacionales y la economía global con sus magnos presupuestos. Gracias a esta importante posición, los FSIs también son vistos con temor en algunos países al considerárseles un “caballo de troja”, o instrumento de Estados extranjeros con el cual buscan ocultar los verdaderos objetivos como podría ser el controlar algunos de los sectores estratégicos foráneos.

Frente a estas dos posiciones no hay otra conclusión que establecer que estamos frente no sólo a un importante sino poderoso sujeto que puede ocasionar grandes efectos, tanto positivos como negativos, en sus propias economías y en el exterior. Por ello, también cobra interés por aquellos Estados que recibirán dichas inversiones sobre su tratamiento y regulación.

En la presente investigación tratamos de responder a nuestra principal pregunta ¿Qué son los Fondos Soberanos de Inversión? De esa manera, quisiéramos informar a los funcionarios de las instituciones económicas de los gobiernos a conocer más sobre este importante actor, así como de saber cómo interactuar con él y, de ser el caso, ayudar a fundamentar sus decisiones de establecer uno en su país.

Para ello, en el primer capítulo titulado “Marco Teórico” analizaremos el ámbito de desenvolvimiento de esta nueva entidad como es la política económica y sus derivados (la política fiscal y política monetaria), definiremos, clasificaremos a los FSI's, los diferenciaremos de otras instituciones y resaltaremos sus pro y sus contras.

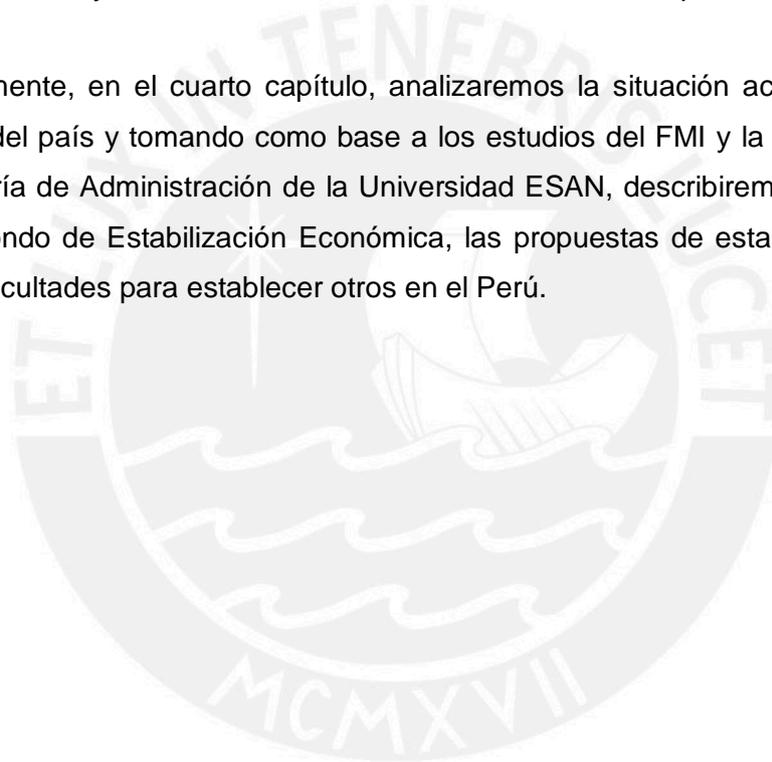
En un segundo capítulo, desarrollaremos la evolución de los FSI's, su cercana relación con el boom de la exportaciones de recursos naturales y su antecedente en la forma de los Fondos de Estabilización; mostraremos sus actuales características y forma de trabajo, su situación post crisis económica del 2008, sus potencialidades en la presente economía mundial y finalmente, destacaremos los temores que ha despertado en las relaciones internacionales.

Posteriormente, en un tercer capítulo, se desarrollará su regulación hasta la actualidad a nivel internacional, por la Organización Económica del Comercio y Desarrollo y el Fondo Monetario Internacional, en este último donde resaltan los

“Principios de Santiago”, la de la Unión Europea y la realizada por algunos Estados. Luego, se revisará el tema de las inmunidades vinculadas a las actividades económicas de los Estados, a través de sus Bancos Centrales y los propios FSI; y la responsabilidad de los FSI ante sus inversiones en el exterior.

Se dedicará un gran espacio en este capítulo a la descripción de algunos casos representativos como son los FSI de Noruega, Rusia, Singapur, Chile y Brasil; con ello se busca dar una imagen de los antecedentes, objetivos, administración y logros de algunos FSI. Estos casos ayudarán a mostrar la importancia de establecer correctamente los objetivos de un FSI y en ciertos casos, por su cierta similitud con la situación del Perú, ayudarán a ver cuál sería el más conveniente para nuestro país.

Finalmente, en el cuarto capítulo, analizaremos la situación actual (política y económica) del país y tomando como base a los estudios del FMI y la tesis realizada por la Maestría de Administración de la Universidad ESAN, describiremos la situación actual del Fondo de Estabilización Económica, las propuestas de establecer algunos FSI y las dificultades para establecer otros en el Perú.



CAPITULO PRIMERO: POLÍTICA ECONÓMICA, FISCAL Y MONETARIA DE LOS ESTADOS Y LOS FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN

Para establecer en qué ámbito de acción un Estado puede decidir sobre establecer o no un Fondo Soberano de Inversión (FSI) es que se nos hace necesario desarrollar ciertas definiciones estrechamente relacionadas con este fin.

En esa situación, el Estado estará estableciendo una línea de acción de su política económica y a su vez estableciendo una política fiscal, monetaria y a su interior determinando la administración de las reservas internacionales, todos unidos por un mismo objetivo, el obtener la estabilidad económica actual, mejorarla, así como mantenerla ante las posibles situaciones de crisis en el futuro.

Todos los conceptos involucrados serán desarrollados a continuación.

1.1. Política Económica

La acción del Estado en el ámbito económico puede ser diversa dependiendo de la línea política que asuma. Existen marcos de acción muy amplios como la corriente intervencionista donde el Estado interviene en el funcionamiento de los mercados, como un actor más, proveyendo muchos bienes y servicios, la corriente liberal donde el Estado sólo establece las condiciones del mercado y donde busca no busca participar ni influir en éste; y las posiciones intermedias.

Por ello, se discute cuáles serían las acciones que el Estado puede realizar en el marco de su política económica, y en las que muchas veces son solicitados de realizar por sus ciudadanos. Para conocer sobre la posición extrema, podemos observar lo dicho por el doctor Von Mises sobre el extremo intervencionismo:

“The ideal economic policy, both for today and tomorrow, is very simple. Government should protect and defend against domestic and foreign aggression the lives and property of the persons under its jurisdiction, settle disputes that arise, and leave the people otherwise free to pursue their various goals and ends in life. This is a radical idea in our interventionist age. Governments today are often asked to regulate and control production, to raise the prices of some goods and services and to lower the prices of others, to fix wages, to help some businesses get started and to keep others from failing, to encourage or hamper imports and exports, to care for the sick and the elderly, to support the profligate, and so on and on and on.”

*Ideally government should be a sort of caretaker, not of the people themselves, but of the conditions which will allow individuals, producers, traders, workers, entrepreneurs, savers, and consumers to pursue their own goals in peace. If government does that, and no more, the people will be able to provide for themselves much better than the government possibly could.*¹ (resaltado nuestro)

La política económica delimita hasta qué punto un Estado acepta apoyar a sus ciudadanos o si se dice de otra manera, actuar en su mercado. Sobre ello, la doctrina resalta algunas tareas que la autoridad que formulan la política económica de un Estado debe realizar, es decir, las tareas que tendría un Ministerio de Economía²:

- i. Establecer y hacer cumplir las reglas del juego económico; generando legislación económica.
- ii. Manejo de los impuestos y gastos; a través de sus decisiones presupuestarias.
- iii. Emitir y administrar la moneda; con la elección de un régimen monetario y cambiario.
- iv. Producir bienes y servicios; al cumplir con los compromisos de los gobiernos de proporcionar servicios de salud, educación y otros que se prestan a través de sus empresas públicas.
- v. Solucionar problemas o pretender hacerlo; el gobierno se hace responsable de problemas generados por las turbulencias de los mercados financieros, las negociaciones salariales, las fusiones de empresas, cierres de plantas y las deslocalizaciones.
- vi. Negociar con otros países; en aspectos como la liberalización del comercio y la definición de las reglas globales, además, participa en la gestión de las instituciones mundiales y regionales, foros informales, etc.

También, se pueden diferenciar los objetivos, instrumentos e instituciones de la política económica³:

- i. **Objetivos:** a veces contradictorios entre ellos, normalmente son mejorar los estándares de vida de la población, lograr el pleno empleo, mantener la

¹ Von Mises, Ludwig (2006) Economic Policy. Thoughts for Today and Tomorrow. Alabama: Ludwig von Mises Institute. Tercera edición, p. vii.

² Bénassy-Quéré, Agnes y otros (2010) Economic Policy. Theory and Practice. Oxford: Oxford University, pp. 11-12.

³ Ibid, p. 12-13.

estabilidad de los precios, lograr una distribución justa de los ingresos, disminuir la pobreza, etc.

- ii. **Instrumentos:** Aquí se encuentra tradicionalmente a la Política Monetaria (el establecimiento de un tipo de cambio oficial) y la Política Fiscal (la decisión de los niveles de gasto público e impuestos) que se desarrollarán posteriormente. También, se tienen los instrumentos microeconómicos como la regulación de contratos y la quiebra o de algunos sectores específicos; impuestos directos e indirectos a las personas y empresas; subsidios; transferencias de seguridad social y decisiones de política de la competencia.
- iii. **Instituciones:** Se componen de normas formales (reglas, leyes, Constituciones), limitaciones informales (normas de comportamiento, convenciones y códigos de auto conducta) y sus características de cumplimiento. También, son consideradas las características perdurables de la organización de los mercados de capital, productos y mano de obra y el marco para las decisiones de política económica. Con este marco, las instituciones representan una especie de capital social. Estas no son eternas y pueden evolucionar, reformarse o desaparecer, pero tienen cierta permanencia y se pueden tomar para el análisis tradicional de las opciones políticas.

Finalmente, debemos mencionar tres importantes funciones que la Política Económica cumple; estas son⁴:

- a) **Asignación de recursos**, lo que cubren las intervenciones públicas que impulsan y afectan la cantidad o la cualidad de los factores (capital, mano de obra cualificada y no cualificada, tecnología, tierra) disponible para la producción y su distribución sectorial o regional. También, se llega a incluir las políticas que impulsan la provisión de bienes públicos como la construcción de infraestructura y la preservación ambiental.
- b) **Estabilización Macroeconómica**, que son las políticas que buscan mantener a las economías cerca al balance interno (pleno empleo y estabilidad de precios), más conectadas con las políticas monetarias y de presupuesto y que luchan contra los shocks exógenos y sus efectos que la alejan de este objetivo.

⁴ Musgrave y Musgrave (1989), Public Finance in Theory and Practice. Citado por BÉNASSY QUÉRÉ, Ibid, pp. 20-21.

- c) **Redistribución de Ingresos**, entre agentes y regiones. Esta cubre las políticas cuyo fin es corregir la distribución primaria del ingreso, para ello, se vale principalmente de políticas progresivas de impuestos y transferencia sociales.

1.2. Política Fiscal

Como se ha mencionado en el punto anterior, ésta política está muy relacionada con la finalidad de estabilización. Esta se puede definir como “(...) *the set of decisions or rules regarding taxes and public expenditures for purposes of dampening the fluctuations of the economic cycle in order to keep unemployment close to its equilibrium value and avoid the build-up of deflationary or inflationary pressures*”⁵

Para entender la base sobre la cual trabaja la política fiscal, se deben de tener algunos conceptos claros como el presupuesto, superávit y déficit presupuestario.

El **Presupuesto Público**⁶ es el documento donde se especifica el origen y volumen de los ingresos y gastos en un periodo de tiempo, normalmente un año. Los ingresos provienen de los tributos directos e indirectos, contribuciones de las pensiones, ganancias de bienes públicos o venta de servicios públicos. Los gastos se dan en las actividades como defensa, policía, justicia, educación, investigación, apoyo a la economía, política social, salud, política exterior, asistencia al desarrollo, etc.

Teniendo en cuenta que la gran proporción del presupuesto está destinado al pago y pensiones de los funcionarios públicos y que el resto del mismo está sujeto a programas de varios años, el espacio para maniobrar es muy estrecho en el corto plazo, lo que hace difícil reducir rápidamente el endeudamiento público excepto a través de la venta de bienes del Estado.

El *balance fiscal* es la diferencia entre los ingresos y los gastos. Este puede consolidarse para todas las cuentas del gobierno en general. El *déficit fiscal* indica un balance negativo. Por otra parte, el *superávit fiscal* indica que el balance es positivo y pueden ser usados para pagar las deudas públicas o ser invertidas. Sobre este último, para Bénassy-Quéré, algunos Estados con superavit constante en sus economías, han usado este exceso de ingresos para establecer Fondos Soberanos de Inversión

⁵ Samuelson, P. (1948). *Economics. An Introductory Analysis*, Mc Graw Hill. Citado por Bénassy-Quéré, op cit, p. 152.

⁶ Bénassy-Quéré, Op cit, pp. 154-155.

(FSIs). Estos son los casos de Singapur (*Government of Singapore Investment Corporation*), Emiratos Árabes Unidos (*Abu Dhabi Investment Authority*) y Noruega (*Government Pension Fund of Norway*).

1.2.1 La Política Fiscal en los Países Ricos en Recursos⁷

Es importante observar el caso particular de los Estados cuyo balance está financiado principalmente por las exportaciones de materias primas⁸. En esos casos, la alta volatilidad de los precios de esos productos en el mercado mundial ha generado serios desafíos para establecer una política fiscal que cumpla con el objetivo de mantener un presupuesto estable.

Ante ello, se han planteado algunas medidas, la primera, la aplicación de la *Regla de Hartwick* que resalta una simple política “*invest resource rents in other assets*”⁹, es decir, invertir la renta obtenida de los recursos no renovables en otras formas de capital capaz de generar tantos ingresos como el capital que sustituye; o diciéndolo de otro modo, diversificar la economía.

Arezki lo presenta así: “*In order to offset the effect of the secular downward trend of real commodity prices, the resource-rich countries must diversify their exports by investing in well run and beneficial manufactures and services.*”¹⁰ Un buen ejemplo en la aplicación de esta regla es el Estado de Botswana cuya política económica direcciona la inversión de la renta de la explotación de diamantes en fondos de alto rendimiento.

Una segunda medida requiere efectuar una *política contracíclica*. Aquí la regla de oro es ahorrar durante los tiempos de alza de precios y gastar durante los tiempos de baja de precios. La dificultad está en establecer cuánto y cuándo ahorrar y gastar. Para ello, el FMI recomienda establecer un presupuesto estructural y un buen ejemplo

⁷ Hadri, Kaddour, Primary Commodity Price Series: Lessons for Policymakers in Resource-Rich Countries, p. 119 -129. En: Areski, Thorvaldur Y Amadou (2011) Beyond the Curse. Policies to Harness the Power of Natural Resources. Washington D.C: FMI.

⁸ Se consideran materias primas con precios volátiles al zinc, petróleo, estaño, lana, hierro, aluminio, carne, café y cacao.

⁹ La Regla de Hartwick para el Desarrollo Sostenible con Recursos Agotables replantea los resultados de Solow (1974) en el que mostraba que el consumo puede ser sostenido incluso con una tecnología de producción fija, siempre y cuando la parte del recurso no renovable en la producción es menor que la de capital producido, y no hay posibilidad de sustitución suficiente entre los dos factores de producción. En: Solow, R.M. (1974) “Intergenerational Equity and Exhaustible Resources” En: Review of Economic Studies, Vol. 41, Symposium on the Economics of Exhaustible Resources, pp. 29-45.

¹⁰ Hadri, op cit, p. 127.

del seguimiento de esta política la ejecuta Chile. Ese país ha cedido a un panel de expertos la facultad de hacer las estimaciones de este presupuesto en base a tres componentes i) producto bruto interno, ii) precio del cobre, y iii) precio del molibdeno.

Finalmente, la tercera medida sugiere *establecer fondos de estabilización* para asegurarse frente a crisis futuras. Para lo cual, los fondos deberán tener como base a una de las materias primas específicas. Entre una de sus variantes podremos encontrar el establecimiento de un FSI.

1.2.2 Modelo de Política Fiscal Sustentable para Economías Basadas en la Minería

El modelo de política fiscal sustentable de Hartwick basado bajo la regla “*invest resource rents in other assets*” busca lograr la sostenibilidad económica y fiscal aplicada a una economía basada en la exportación de minerales, es decir las altamente dependientes de los recursos extractivos que es cuando las rentas provenientes de recursos extractivos exceden el 5% del PBI.

De acuerdo a Hamilton y Ley¹¹, la regla de Hartwick nos otorga una prescripción política para lograr que las economías basadas en recursos tengan crecimiento sostenible y desarrollo. La misma receta podría usarse para lograr la sostenibilidad fiscal.

Primero, para alcanzar este objetivo, el gobierno debe tener un sistema fiscal eficiente y que incluya los siguientes elementos:

a) Instrumentos Efectivos para el Cobro de las rentas

Cuando la explotación de los recursos la realiza el sector privado, el gobierno como propietario sólo puede obtener los beneficios de esa propiedad a través de instrumentos fiscales eficientes y efectivos para captar las rentas de esos recursos. A la vez, tratar de vencer el problema de la información asimétrica, es decir que el gobierno tiene menor información que las empresas. Los instrumentos fiscales que el gobierno usa para cobrarles son: las regalías, los impuestos al ingreso, los impuestos

¹¹ Hamilton, Kirk y Ley, Eduardo, Sustainable Fiscal Policy for Mineral-Based Economies. En: Arezki, op cit, 135-143.

a las rentas, los acuerdos de división de la producción y los impuestos indirectos como aranceles, pagos por exportaciones e impuestos al valor agregado.

b) Reglas fiscales que limiten el uso de los ingresos de los recursos

Los ingresos provenientes de los recursos naturales, especialmente del petróleo, normalmente son en promedio 10% del ingreso nacional y generan grandes ganancias al gobierno. Los gobiernos tienden a gastar estos ingresos en el sector público. Para ello, se ha elaborado una regla para limitar el consumo de este capital.

$$\text{Índice de Presupuesto Sostenible} = \frac{\text{Gastos recurrentes}}{\text{Ganancias recurrentes}}$$

El mejor modelo conocido de la aplicación de esta regla esta en el Estado de Botswana. Este país estableció que su *Índice de Presupuesto Sostenible* no debía exceder a 1, ya que indicaría que los ingresos por los recursos se estarían consumiendo. Los *gastos recurrentes* excluyen el egreso en salud y educación y los *ingresos recurrentes* excluyen los que provienen del sector minero. Además, los ingresos son invertidos domésticamente en infraestructura, salud y educación o en valores financieros cuando el gobierno siente que la capacidad de absorción doméstica para la inversión es insuficiente.

c) Operación de Fondos de Recursos Naturales (NRF, por sus siglas en inglés)

Los NRFs son una clase particular de regla fiscal, con base en la política fiscal, que surgió en algunos países como respuesta al deterioro de sus finanzas públicas. Las características de este fondo debe ser: bien definido, transparente, simple, flexible, adecuado al objetivo final, ejecutable, consistente, y apoyado por políticas sólidas, así como reformas estructurales, si es que fueran necesarias.

“NRFs serve to buffer the economy from the volatility of natural resource markets, can limit Dutch disease symptoms by spreading the conversion of resource receipts into domestic currency over time, and can provide a useful source of liquidity for governments concerned with running countercyclical fiscal regimes.”¹²

¹² David, Ossowski y Fedelino (2003) Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil-Producing Countries. Washington: FMI. Citado por Hamilton y Lee, *ibid*, p. 139.

Se proponen tres aproximaciones generales¹³ para diseñar un NRF que permita impulsar los incentivos para la política fiscal responsable:

- **Diseño basado en reglas:** el fondo debe operar bajo reglas que determinen qué ganancias financiarán el fondo y limitará las acciones del gobierno para determinar su tamaño y asignación de gastos.
- **Gobierno Amplio:** el gobierno del fondo debería involucrar a otros actores en la toma de decisiones, como sucede por ejemplo con el Congreso en Noruega, los miembros de la oposición en Alaska o las nuevas entidades técnicas que incluyan representantes de la sociedad civil.
- **Transparencia:** en la arena fiscal es un pre requisito para el bueno gobierno en general. Esta debe dirigirse a brindar información al debate público acerca del diseño y los resultados de la política fiscal, hacer al gobierno más responsable, fortalecer su credibilidad y fortalecer el entendimiento público de las políticas y decisiones macroeconómicas.

d) **Administración de la Inversión Pública**

Si la decisión de los gobiernos es utilizar las ganancias de los recursos e invertirlos en infraestructura, la administración de la inversión se volverá fundamental para determinar los resultados de desarrollo esperados.

Los proyectos públicos deberán ser: rentables (generando mayores ganancias que gastos), factibles (podrán ser implementados), equitativos (la distribución de los costos y beneficios debe ser aceptable por la sociedad).

Además, la administración debe de tener ciertas características para su buen funcionamiento y que le permitirán minimizar riesgos mayores. Estas son¹⁴:

- *Orientación de la inversión y selección preliminar*, como un plan nacional o similar estratégico de mediano o largo plazo que establezca las prioridades de desarrollo económico en el más alto nivel de decisión.

¹³ Humphreys y Sandbu (2007) "The Political Economy of Natural Resource Funds" in Escaping the Resource, editado Humphreys, Sachs y Stiglitz. Citado por Hamilton y Lee, p. 140.

¹⁴ Hamilton y Ley, op cit, 142-143.

- *Evaluación formal del proyecto*, que controle la aprobación de los ratios de costo-beneficio o costo efectivo y asegure la evaluación por el valor social y económico.
- *Revisión por una entidad independiente*, en el caso que el fondo este a cargo de distintos ministerios u oficinas, para verificar y tener una visión distinta que permita que los malos proyectos se descarten antes que se consoliden.
- *Evaluación y elaboración de presupuestos*, el cual debe ser apropiado y concordante con el presupuesto anual o de varios años.
- *Ejecución de proyectos*, con arreglos organizacionales claros y un calendario realista que asegure que la capacidad institucional para implementar el proyecto esté disponible y sea adecuada.
- *Ajuste del proyecto*, el proceso del perfil de desembolso debe ser flexible antes posibles cambios. Para ello, también debe haber capacidad de monitoreo para adelantarse a distintas circunstancias y enfrentar problemas identificados.
- *Facilidades de los Operadores*; las agencias operativas deben compilar los balances donde se reflejen los nuevos valores creados por nuevos gastos de capital.
- *Evaluación posterior al proyecto*; deben compararse los productos y resultados del proyecto versus los objetivos planteados inicialmente. Esto ayudará en el diseño de futuros proyectos.
- *Fortalecimiento de los procedimientos de contratación pública*; debe ser transparente y basado en normas, de lo contrario se puede caer en interferencia política y desperdicio de recursos públicos.

1.3. Política Monetaria¹⁵

Bénassy-Quéré y otros¹⁶ nos comentan que no fue hasta después de haber sufrido los shocks económicos y la crisis inflacionaria de los años 70's que la importancia del rol de la política monetaria saliera a flote. A consecuencia de ello, la mayoría de los Estados decidieron otorgar independencia a sus Bancos Centrales (BCs). Ya en los años 90's, se había logrado un cuasi-consenso que indicaba que la política monetaria debía ser principalmente orientada a lograr la estabilidad de precios. Luego de la reciente crisis (2008), en la que los BCs mostraron una mayor participación, se resaltó más su papel como garantes de la estabilidad financiera.

¹⁵ Bénassy-Quéré, op cit, pp. 239-242.

¹⁶ Ver todo el desarrollo de la historia de la independencia de los Bancos Centrales, desde el prólogo escrito por Antonio Sainz Vicuña y Barroso. En: Monteagudo, Manuel (2010). La Independencia del Banco Central. Lima: BCRP; IEP, Universidad del Pacífico.

Como se ha adelantado, la política monetaria es operada por los BCs, instituciones oficiales que tienen el privilegio de crear la *base monetaria*. Esta consiste en emitir moneda y proveer liquidez al sistema financiero de manera que se pueda mantener la estabilidad de precios y promover un sistema de pagos eficiente y seguro. Esta última se realiza proveyendo parte de su base monetaria a los bancos de acuerdo a sus necesidades y actividades en el mercado interbancario; mediante los depósitos en las cuenta de los bancos correspondientes ubicadas en el banco central. Los BCs les proporcionan la base monetaria que tiene el privilegio de ser universalmente aceptada como medio de pago y se puede utilizar para pagar deudas o conceder nuevos préstamos.

El BC también puede influenciar en el comportamiento de los préstamos que brindan los bancos al solicitarles que mantengan un *encaje* que consiste en una proporción de los ahorros recibidos del público como un depósito en el BC. No todos los BCs lo solicitan y los que lo imponen, lo hacen con tasas muy bajas, haciendo que no afecte significativamente la conducta de la política monetaria. La gran excepción es China que desde el 2004 lo usa para reducir la generación de dinero en ese país.

Los **objetivos de la política monetaria** son los mismos que al de los BCs. Estos son¹⁷:

- ❖ **Mantener la estabilidad de precios:** el principal de sus objetivos y su mandato formal. Mantener el valor real del dinero o su *poder de compra*, que se puede ver como la cantidad de bienes, servicios o activos que una unidad de dinero puede comprar o como el monto para mantener su valor interno y adquirir una canasta de consumo.

La estabilidad de precios es necesaria ya que de lo contrario, en situaciones de inflación, ocasiona distorsiones en las decisiones económicas a través de la imposición implícita de los saldos de caja y la desaparición de las señales de los precios relativos. Por ello, la mayoría de BCs buscan mantener una *tasa de inflación*, es decir, un incremento anual en los precios generales bajo.

En la última década, los BCs han mostrado ser muy exitosos en este objetivo logrando niveles de inflación desde los años 90's muy por debajo a las décadas

¹⁷ Bénassy-Quéré, op cit, pp. 256-262.

previas; ello a pesar del alto incremento de los precios del petróleo y las materias primas a mediados del 2000.

- ❖ **Mantener el tipo de cambio:** los BCs pueden tomar distintas posturas para lograrlo. En los años 90's se usaba mucho los tipos de cambio fijos para controlar la inflación. Posteriormente, se buscó mantener el valor externo de la moneda con relación a otra moneda más fuerte, como el dólar para América Latina. En el presente, las políticas de los tipos de cambio fijos casi se han desvanecido, con algunas excepciones como la política cambiaria de China.
- ❖ **Estabilización de los rendimientos:** la presencia de precios rígidos y bajas tasas de interés pueden impulsar inversiones y exportaciones netas disminuyendo el poder de compra. Entonces, la política monetaria puede lograr la estabilización de la demanda agregada a través de una *política monetaria expansionista* cuando ésta sea débil y con una *política monetaria restrictiva* cuando ésta esté en crecimiento, lo que se conocen como política monetaria *contracíclica*.
- ❖ **Estabilidad Financiera:** este objetivo normalmente se comparte con las agencias regulatorias que tratan con uno o varios segmentos específicos del mercado (seguros, banca, valores, etc.). El sector financiero y bancario es crucial para la política monetaria y viceversa. La manera de actuar de los BCs para apoyar este objetivo es que pueden ofrecer grandes montos de liquidez a los bancos en un corto plazo cuando estos lo requieren (situaciones de crisis sistémica) y no se puedan prestar entre ellos.

1.4. Reservas Internacionales

De acuerdo al párrafo 424 de la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos (MBP5) del FMI, el concepto básico de reservas internacionales (RIN) de un país corresponde a "*los activos externos que están a disposición inmediata y bajo el control de las autoridades monetarias para el financiamiento directo de los desequilibrios en los pagos, para regular indirectamente la magnitud de los mismos mediante la intervención en los mercados de cambios a fin de influir en el tipo de cambio, y para otros fines*".¹⁸

¹⁸ FMI (1996). Manual de Balanza de Pagos - Quinta Edición (MBP5). Washington D.C, párrafo 424.

Sobre esta definición, Kester¹⁹ nos advierte ciertos detalles como que el concepto de reservas internacionales se basa en el balance general y los "activos de reserva" constituirían un concepto bruto sin incluir los pasivos externos de las autoridades monetarias.

Asimismo, resalta la importancia de poder "*disponer de ellas de inmediato*" y de estar "*bajo control de*" las autoridades monetarias, es decir, sólo aquellos activos que satisfacen estos criterios pueden considerarse activos de reserva.

Finalmente, los tipos de activos de reserva comprenden los activos en moneda extranjera (monedas extranjeras y depósitos y valores en moneda extranjera), oro, derechos especiales de giro, posición de reserva en el FMI y otros créditos.

1.4.1 Nivel Óptimo de Reservas

Desde la crisis de 1997-98 del sudeste asiático, los países y especialmente los de mercados emergentes buscaron aumentar sus reservas internacionales (RIN) como un seguro contra los efectos de crisis de la balanza de pagos, pero esta actitud se extendió sin control en casi todo los países en desarrollo y sin discutirse cuál sería el monto o el porcentaje adecuado de RIN para su economía. (Ver anexo 1)

Si bien todas las regiones han experimentado grandes aumentos de sus RIN, el Asia ha contribuido con más de la mitad del mismo incluyendo a China, éste último aumentó sus RIN de US\$ 170,000 millones a más de US\$ 2'400,000 millones.²⁰

Si bien debemos reconocer que es saludable tener RIN para enfrentar los posibles efectos de las crisis, existe también una contrariedad en acumularlas en demasía. Jeanne y Rancière lo indican así "*The main benefit of reserves is to allow the government to smooth domestic absorption in crises. The cost of holding reserves is that they yield a lower return than the interest rate that the government must pay on its long-term external liabilities.*"²¹ Entonces, se puede considerar de importancia para la economía de un país establecer un nivel óptimo de las RIN a fin que se pueda disponer eficientemente de las mismas.

¹⁹ Kester, Anne Y. (2001) Reservas Internacionales y Liquidez en Moneda Extranjera: Pautas Para Una Plantilla de Datos. Washington: FMI, p.3.

²⁰ FMI, Assessing Reserve Adequacy. 14 de febrero de 2011. En: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>

²¹ Olivier Jeanne & Romain Rancière (2006) "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications" En: FMI, WP/06/229, p. 3.

Tradicionalmente, se han establecido niveles óptimos de reservas de acuerdo a ratios comparados frente a las importaciones, a la deuda externa y la cantidad de dinero; pero luego de la crisis del 2008, estos mínimos en su mayoría fueron sobrepasados (ver anexo 2) buscando principalmente tener un soporte ante los posibles casos de iliquidez (ver anexo 3).

El primer nivel sigue la *regla de tres meses de las importaciones* y dictaba que las reservas mínimas de un país debían tener el valor de tres meses del valor de sus importaciones. Sin embargo, los países han elevado este mínimo hasta el valor de seis meses de importaciones.

El segundo nivel establece el ratio de reservas de acuerdo a la *deuda de corto plazo* o *Regla Greenspan-Guidotti*²², que indica que el ratio entre las reservas y la deuda externa a corto plazo debe ser igual a 1 (100%); ello con la idea de que las reservas deberían permitir que un país pueda vivir sin endeudamiento externo hasta por un año. Luego, los países buscaron tener hasta un ratio de 2 (200%).

Finalmente, por la *cantidad de dinero en sentido amplio*, se indicó que la relación de las reservas debería ser de entre 5% a 20% del PBI, cuando el país tenga una amplia exposición al retiro de activos. Pero, en los recientes años, los países buscaron tener hasta el 30% de su masa monetaria, con lo que se superó las métricas para los regímenes de cambio fijos y variables.

En el 2006, Jeanne y Rancière elaboraron un modelo para calcular el nivel óptimo de las reservas de las economías de mercados emergentes. Este ratio es muy similar al nivel óptimo establecido en la “regla Greenspan-Guidotti”. Este modelo comprueba que un ratio de reservas/PBI del 10% era suficiente para enfrentar futuras crisis. Así lo indican:

*“We find that for plausible values of the parameters the model can explain reserves-to-GDP ratios of the order of magnitude observed in emerging market countries over the past decades. For a coefficient of constant relative risk aversion of 2 (a standard value in the real business cycle literature), **our model predicts a reserves-to-GDP ratio of***

²² La regla Greenspan-Guidotti –llamada así en honor de Alan Greenspan, ex presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos– aconseja a los países un nivel de reservas que cubra la totalidad de la deuda externa a corto plazo. Así, se basa en la idea de que las reservas deben ayudar a los países ante una parada repentina de flujos de corto plazo de la deuda externa.

10 percent, which is very close to the average reserves-to-GDP ratio observed in a group of 34 middle-income countries over the period 1980-2003.”²³ (resaltado nuestro)

Por lo que podemos concordar que, en general, en un país en desarrollo el nivel óptimo de reserva podría ser de alrededor del 10% al 20% del PBI (de acuerdo a su exposición a los retiros), ya que mayores porcentajes posiblemente no estarían siendo usadas de la manera más eficiente en esas economías. Sin embargo, estos ratios sólo se pueden tomar como una referencia, ya que las particularidades de una economía exigen un estudio específico para cada caso. Así lo indica Lahura y Rodríguez:

“Debe tomarse en cuenta que la capacidad de acumular reservas no depende directamente del banco central sino de las características particulares de las economías.

En este sentido, no puede aplicarse una regla general universalmente aceptada para determinar un nivel adecuado de reservas.”²⁴

A pesar de ello, teniendo en cuenta los casos mostrados (ver anexo 2), sí se puede señalar que un gran número de países han excedido las reservas óptimas exigidas por los coeficientes tradicionales y se ha llegado a establecer nuevos mínimos que, en algunos casos, han permitido establecer FSIs.

2. LOS FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN (FSIs)

Los Fondos Soberanos de Inversión (FSIs) son un actor relativamente poco conocido, cuya definición y clasificación están aún en construcción. Podríamos decir que estamos frente a la situación de Estados que invierten a través de un instrumento “soberano” y que por ello, pertenecen a la familia de Inversores de Gobierno Extranjero Controlado que incluye también a las entidades públicas similares a las empresas estatales.

Por sus distintos fines, los FSIs no gozan de categorías homogéneas. Ellos representan un ente original mixto con distintos perfiles de riesgo entre el ámbito de gobierno y de mercado, de instrumento público y privado; y que generan una relación

²³ Olivier Jeanne & Romain Rancière, op cit, p. 3.

²⁴ Erick W. Lahura S. y Donita R. Rodríguez Z. “Nivel Óptimo de Reservas Internacionales en el Perú”, presentación realizada Encuentro de Economistas 2007. En: <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Proyeccion-Institucional/Encuentro-de-Economistas/XXV-EE-2007/XXV-EE-2007-S16-Lahura-Rodriguez.pdf>

Revisado: 05.09.12

diferente entre su regulación interna y externa. A fin de entenderlos, en esta sección trataremos de definirlos, caracterizarlos y diferenciarlos.

2.1. Definición

En el 2008, el Fondo Monetario Internacional (FMI) creó el Grupo Internacional de Trabajo de Fondos Soberanos de Inversión (IWG-WSF, por sus siglas en inglés) que posteriormente se convirtió en un Foro Internacional compuesto por altos funcionarios del FMI y representantes de algunos importantes FSIs que adoptaron sus directrices iniciales, los que fueron llamados “Principios de Santiago”²⁵. En la emisión de estos principios, se formuló la siguiente definición:

“SWFs are defined as special purpose investment funds or arrangements, owned by the general government. Created by the general government for macroeconomic purposes, SWFs hold, manage, or administer assets to achieve financial objectives, and employ a set of investment strategies which include investing in foreign financial assets. The SWFs are commonly established out of balance of payments surpluses, official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from commodity exports.”²⁶

Esta definición resalta aspectos como el subjetivo (propiedad de un gobierno), el objetivo (actividad consistente en el manejo y la administración de la inversión estratégica en bolsa, incluyendo la externa); y, su origen (excedentes de balanza de pagos, operaciones de tipo de cambio, privatizaciones, superávit fiscal y ganancias por exportación de materia primas).

2.1.1. Definición del Sovereign Wealth Fund (SWF) Institute

Por otra parte, el SWF Institute tiene la siguiente definición:

“A SWF is a state-owned investment fund or entity that is commonly established from balance of payments surpluses, official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, governmental transfer payments, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from resource exports. The definition of sovereign wealth fund exclude, among other things, foreign currency reserve assets held by monetary authorities for the

²⁵ El desarrollo de Los Principios de Santiago se verá en el capítulo III.

²⁶ International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG-SWF). Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices, octubre de 2008, p. 27.

traditional balance of payments or monetary policy purposes, state-owned enterprises (SOEs) in the traditional sense, government-employee pension funds (funded by employee/employer contributions), or assets managed for the benefit of individuals.”²⁷

Es del caso indicar que esta institución, a pesar de utilizar una definición excluyente, incluye a muchos otros fondos creados dentro del aparato estatal. En ese sentido, reconoce por ejemplo, al Fondo de Estabilización Fiscal del Perú controlado por su Ministerio de Economía. A pesar de ello, si excluye a las empresas estatales, los fondos de pensiones y los bienes usados para beneficios de particulares.

Para la presente investigación nos basaremos en la definición establecida por el FMI en los Principios de Santiago.

2.2. Características de los Fondos Soberanos de Inversión

Se pueden distinguir cinco características en los FSIs:

1. Identificados como soberanos, al ser completamente de propiedad de un gobierno en específico;
2. Sus inversiones se realizan en moneda extranjera;
3. Tienen un bajo nivel de endeudamiento,
4. Están separados de las reservas propias del Banco Central y son operados bajo distintos criterios; y,
5. Tienen como objetivo generar rendimientos por encima de la tasa libre de riesgo, por lo que pueden realizar inversiones de largo plazo.

Con dichos elementos, los FSIs se pueden diferenciar de las reservas de moneda extranjera, fondos de pensión del gobierno y los fondos de cobertura.

2.3. Clasificación de acuerdo a sus Objetivos²⁸

Como se ha indicado en la definición, los FSIs son creados con objetivos específicos, lo que influencia a la estructura con la que estos operarán. Por ello, de acuerdo a esos objetivos es que se puede determinar una clasificación:

²⁷ Página Oficial de SWF Institute. En: <http://www.swfinstitute.org/what-is-a-swfi/>

²⁸ Popova, Arina. Sovereign Wealth Funds: To be or Not to Be is not the Question; Which One to Choose Is. En: Georgetown Journal of International Law, 2009, Vol. 40-2, p. 1194.

- **FSIs Estabilizadores:** estabilizan el ingreso nacional al reducir el impacto de las fluctuaciones de los precios de las materias primas, especialmente el petróleo, sobre la economía y el presupuesto fiscal. Ejs. *The Government Pension Fund – Global* de Noruega, Fondo de Reserva de Rusia, *Qatar Investment Authority* de Qatar, *Investment Corporation of Dubai* de los Emiratos Árabes Unidos, Fondo Pula de Botswana, etc.
- **FSIs de Ahorro:** usado en los países cuyas economías dependen de la extracción de los recursos naturales no renovables con el fin de ahorrar una porción de los ingresos corrientes e invertirlos en bienes que generarán ingresos para las generaciones futuras. Así, se trata de evitar la “enfermedad holandesa”. Ejms: *Abu Dhabi Investment Authority*, *Kuwait Investment Authority*, etc.
- **FSI de Pensión o Contingencia:** que establecen contingentes para enfrentar los pasivos de las distintas responsabilidades de pensión del gobierno. Ejm. *The Government Pension Fund – Global* de Noruega (multipropósito).
- **FSI de Desarrollo:** usados con el objetivo de desarrollar un sector específico de la economía, como proyectos socio – económicos o promover políticas industriales que podrían incrementar el potencial de crecimiento de la producción de un país. Ej: *Temasek Holdings* de Singapur.
- **FSI de Inversiones estratégicas:** su objetivo es incrementar los rendimientos de las reservas invirtiéndolos en una canasta más amplia de bienes, con un horizonte de inversión a largo plazo y mayor tolerancia al riesgo. Ejms.: Corporación de Inversión de China, SAMA de Arabia Saudita, etc.

2.4. Empresas Estatales

Creemos que para evitar confusiones debemos indicar las similitudes y resaltar las diferencias de los FSIs frente a las Empresas Estatales. Para ello, primero definiremos lo que es una empresa estatal.

Álvarez Rodrich nos brinda la siguiente definición de Empresa Estatal:

“La empresa estatal es una organización dedicada a la producción de bienes y servicios, conformada por una naturaleza dual. Se trata de un híbrido, mezcla de institución del gobierno central y de empresa privada. Como empresa debe desarrollar un comportamiento comercial para generar productos o servicios de acuerdo a los condicionamientos de las reglas del mercado; y en su condición de entidad estatal, está sujeta a objetivos gubernamentales y políticos.”²⁹

2.4.1. Similitudes y Diferencias de las Fondos Soberanos de Inversión con las Empresas Estatales³⁰

1. Desde el punto de vista del sujeto: el propietario
 - Los dos son controlados por los gobiernos, pero mientras los FSIs son propiedad completamente del Estado, las Empresas Estatales (EE) pueden ser sólo parcialmente controladas por el gobierno central y/o gobiernos locales.
 - Las EE son entidades separadas con personalidad legal, mientras que los FSIs no necesariamente.
 - Las EE son responsables hacia sus accionistas y los FSIs de los ciudadanos de los Estados de donde proviene.
2. Desde el punto de vista del objeto: la inversión
 - Los FSIs realizan inversiones financieras o de portafolio y que no excede más allá del 10% de las acciones, teniendo así un rol más pasivo y sin buscar obtener el control.
 - Las EE realizan inversiones industriales, con un horizonte de largo plazo, a través de Inversión Extranjera Directa (IED) lo que les otorga el control de la compañía.
3. Desde el punto de vista de la finalidad: el objetivo
 - En principio, los FSIs buscan un interés privado, mientras las EE buscan el bienestar público.

²⁹ Alvarez Rodrich, Augusto. Principios de empresas estatales y privatización. Lima: Universidad del Pacífico. 1994, p.51.

³⁰ Bassan, Fabio (2011), The Law of Sovereign Wealth Fund, pp. 21-22

2.5. Puntos a favor y en contra de los Fondos Soberanos de Inversión³¹

Como nos hace recordar Popova, en general, algunos Estados reconocen los beneficios potenciales de los FSIs, pero a su vez se encuentran a sus críticos.

De los que están a favor³², entre los que se encuentra el FMI, indican que los principales beneficios de los FSIs son:

- a) La estabilización del sistema financiero global; expresada en la reducción de la fluctuación de los ciclos económicos;
- b) La inversión de los FSIs en la provisión de los bienes soberanos, lo que genera una mayor diversificación del portafolio de los bienes soberanos, y;
- c) la facilitación de la transferencia intergeneracional de bienestar.

Por otra parte, la posición en contra³³³⁴ señala que:

- a) La inversión de los Estados en los mercados financieros no es compatible con el principio general del gasto soberano, porque los gobiernos deben dirigir sus gastos en proveer bienes públicos y no actuar como un actor privado;
- b) El dinero de hoy es más valioso que el dinero de mañana. Por lo que el presupuesto de un Estado debería generalmente resultar en déficit y no en superávit; y,
- c) Los privados son siempre mejores inversionistas que los gobiernos.

Luego de conocer los beneficios y posibles perjuicios de los FSIs, consideramos que si un Estado considera establecer un fondo, deberá estar consciente que sus objetivos políticos son acordes con los beneficios que un FSI podría ocasionar a su economía pero también debe estar listo para afrontar las críticas a su establecimiento. Por ello, la principal inquietud del Estado deberá ser qué tipo de FSI podría brindar los mayores beneficios a su economía, en estrecha conexión con los objetivos políticos del Estado, y que pueda no le ocasione mayores críticas o posibles efectos negativos.

³¹ Popova, op cit, p. 1191.

³² Bolton, Patrick; Samana, Frederick y Stiglitz, Joseph E. (2012). Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investing, pp. 3-9.

³³ Popova, op cit, p. 1193.

³⁴ Existen otras preocupaciones que luego serán desarrolladas desde el punto de vista de la seguridad nacional. Ver Capítulo II, 2.5.

CAPÍTULO II: EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y REGULACIÓN DE LOS FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN

2.1 EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN

A pesar de haber obtenido una gran importancia en los últimos años, los FSI no son tan nuevos. En efecto, la creación del primer FSI se produjo en 1953, cuando el gobierno de Kuwait, que estaba en ese entonces bajo el protectorado del Reino Unido, decidió desplazar las sobreganancias emanadas de la explotación del petróleo y colocarlas bajo la administración del llamado *Kuwait Investment Authority*. Otro ejemplo está en Temasek, de Singapur, creado en 1974. Estos casos precedieron a la conocida globalización financiera de los años 80's.

2.1.1 El Boom de la Exportación de Recursos Naturales

Como se puede notar con el ejemplo de Kuwait, una gran característica del surgimiento de los FSI es que la gran mayoría ellos provienen de economías emergentes que disponen de grandes e importantes cantidades de recursos naturales. Por lo que quisiéramos explicar ese fenómeno.

Dos factores³⁵ principales tuvieron gran influencia en generar lo que ahora son los FSI. Primero, el fuerte crecimiento económico gracias a la alta competitividad obtenida por la inserción en los flujos de cambio de bienes manufacturados. Es decir, el ingreso de divisas que aprovisionaron altamente a las reservas internacionales (RIN). Así, los Bancos Centrales que buscaron conseguir importantes montos para esas reservas también inquirieron en la protección de la economía del país contra los eventuales choques financieros, como ya se había observado en el caso de la crisis asiática. Por lo que una vez alcanzadas las reservas suficientes, los excedentes de capitales serían transferidos para la constitución de FSI administrados separados de las RIN oficiales.

En segundo lugar, un aumento importante y continuo del precio de las materias primas. Se dio una acumulación de activos resultante de la exportación de materias primas. Los ingresos de esos activos fueron transferidos a un fondo soberano con

³⁵ Areski, op cit, pp. 9-10.

objetivos oficiales como: a) mantener la estabilidad del presupuesto; b) crear un sistema de seguridad contra la volatilidad de precios de las materias primas y; c) reducir la dependencia de esas ganancias relacionadas a la inversión de empresas extranjeras. Sobre este segundo trataremos a continuación.

2.1.2. Los Fondos de Estabilización

El gran predecesor de los FSIs y aún considerado como uno de ellos, es el Fondo de Estabilización. Los primeros FSIs tuvieron el gran objetivo de luchar contra la volatilidad macroeconómica y buscar el crecimiento estable; especialmente los exportadores de materias primas donde las subidas y caídas de los precios ponían en riesgo el bienestar que el ingreso proveniente de las exportaciones prometía.

Por ello, los FSIs de Estabilización, en sus inicios, no fueron más que prudentes esfuerzos de los Estados por manejar la economía nacional y reducir su inestabilidad. Así, los autores definen a este tipo de FSI como:

“A stabilization fund is a government account designed to smooth public expenditures and consumption by setting aside revenue during periods of rapid growth that then could be drawn on during economic contractions.”³⁶

Este gran problema en las economías del mundo tiene antecedentes de varios siglos atrás. Uno de los primeros ejemplos que muestra periodos de alta volatilidad de precios de las materias primas se pudo observar en el siglo XVI, tiempo virreinal del Perú, considerado la mina de plata del Reino de España. En ese momento, a pesar que la corona española recibía grandes cantidades de ese mineral, los gastos públicos y la inflación crecieron rápidamente en España y se extendieron en todo el continente. Por lo que no se obtuvo en el largo plazo la esperada ganancia en la riqueza nacional del reino español. Así, lo indica Niall Ferguson:

“What the Spaniards had failed to understand is that the value of precious metal is not absolute. Money is worth only what someone else is willing to give you for it. An increase in its supply will not make society richer, though it may enrich the government that monopolizes the production of money. Other things being equal, monetary expansion will merely make prices higher.”³⁷

³⁶ Ferguson. The Ascent of Money. En: Balding, Christopher. Sovereign Wealth Funds. The New Intersection of Money & Politics, 2011, p. 8.

³⁷ Ferguson, Niall. Op cit, p. 5

La historia ha registrado más de estos efectos. Desde inicios de los años 1970's hasta los 1990's, los altos precios del petróleo y del cobre ocasionaron un gran incremento de ganancias en algunas economías, pero luego sufrieron los estragos de la inestabilidad de los ciclos de los precios de las materias primas, generando inflación y gran gasto público.

Muchos Estados buscaron formas de luchar contra la inestabilidad y guiados por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional establecieron fondos de estabilización. Gracias a ese impulso se crearon nueve fondos, la gran mayoría de ellos son en la actualidad los más grandes del mundo como la Agencia Monetaria de Arabia Saudita (SAMA, por sus siglas en inglés), la Corporación de Inversión del Gobierno de Singapur "Temasek Holding", y el Fondo de Estabilización Económica y Social de Chile. Esta corriente se detuvo entre los años de 1990's y del 2000's al darse un periodo de baja en los precios de las materias primas.

Luego, en el año 2000, los Estados empezaron nuevamente a crear fondos y; en el 2005, con el alto incremento del precio del petróleo, este proceso se aceleró. Actualmente, existen más de cincuenta FSIs en el mundo, la gran mayoría creados desde el 2005, y con objetivos distintos al de buscar la estabilidad fiscal. Ferguson³⁸ nos muestra algunas características generales de los FSIs actuales, relacionadas al boom de las materias primas, estas son:

- Prácticamente todos los FSIs están localizados en economías dependientes de materias primas, principalmente, petróleo y gas para obtener sus ingresos, exportaciones y crecimiento del PBI. Esta dependencia sería la que impulsa a que la política de gobierno busque diversificar su economía.
- La mayoría de los países con FSIs tienen grandes cuentas corrientes y superávits fiscales que origina acumulación de capital que pueden provenir de exportaciones tanto de las materias primas como de las manufacturas (Ej. China), capitales que serán los usados para crear los FSI.
- Con excepción de Noruega, la mayoría de países con FSIs mantienen un régimen de tipo de cambio fijo o fuertemente controlado. Debido a que los exportadores de materias primas se vuelven de facto en economías

³⁸ Ferguson. Op cit, p. 7

dolarizadas. Esto les permite a países como China o Singapur, en algunos momentos, reducir los precios de sus exportaciones de manufactura. Así, *“Because the large percentage of their economy activity is denominated in dollars, the countries employ a fixed exchange-rate regime to link their activity to the currency of production and revenue”*³⁹.

Sin embargo, si comparamos lo que era un fondo de estabilización con lo que se han convertido en la actualidad, encontraremos grandes diferencias. Entre estas se encuentran⁴⁰:

1. Los fondos de estabilización fueron creados para corregir los gastos públicos proveyéndoles una cuenta de gobierno controlada que pudiera ser usada en periodos de caída de los ingresos de los impuestos de manera que se continuara con los esquemas de inversión pública. Sin establecer una cifra exacta se buscó tener un amortiguador del consumo público y de las inversiones contra la gran volatilidad de los precios de las materias primas, que se materializa normalmente en un programa de “gasto fiscal contracíclico”.
2. Los fondos de estabilización fueron creados con reglas fiscales estrictas. Sobre las que las regalías de las materias primas podrían acumularse o ser retiradas del fondo con el objeto de que no fueran afectadas por influencias políticas. Sin embargo, este último problema nunca se ha podido evitar, los gobiernos incrementan sus gastos paralelamente a sus ingresos pero no se detienen cuando los precios de las materias primas declinan. Así, restringir el gasto es más difícil que establecer un FSI.
3. Los fondos de estabilización nunca fueron concebidos como potencias financieras globales sino que fueron diseñados como un pequeño fondo de ahorro con el fin de ayudar en el manejo de las finanzas públicas y nunca tuvieron decisión sobre las inversiones más allá de los que sostiene las finanzas públicas durante la contracción económica o caída de precios de las materias primas. Por ejemplo, la Autoridad de Inversión de Kuwait acumuló fondos por más de diez años para ser usada por el pueblo de

³⁹ Ibid, p. 7.

⁴⁰ Ibid, p. 8-10.

Kuwait. Posteriormente a ello, se creó la Oficina de Inversión de Kuwait en el Reino Unido con personal especializado en inversiones estratégicas.

¿Establecer o no un Fondo de Estabilización?

De acuerdo a Ferguson⁴¹, la decisión de establecer un Fondo de Estabilización dependerá de la influencia de la volatilidad subyacente de los precios de las materias primas y su comportamiento a largo plazo sobre la economía de un país. Ya que muchos países en desarrollo no pueden acceder a los mercados de capitales internacionales, este fondo permite proteger a la economía contra la caída de los precios. Así, es una estrategia económica razonable para un país que no pueda obtener un crédito en el mercado internacional durante una caída, que se asegure con los ahorros de la acumulación de los excesos de las exportaciones.

Además, con dicho fondo se logra resolver el problema de qué hacer con ese dinero excedente. Se observó los casos de los países con pequeñas poblaciones y excesivos ingresos como Kuwait, Arabia Saudita, Singapur, Noruega y los Emiratos Árabes Unidos que luego de haberse establecido como modernos Estados de bienestar con educación gratuita y trabajo para todos, aún les sobra el dinero y buscan lugares donde colocarlo.

2.2 Características y Prácticas Actuales de los FSIs⁴²

Luego de mostrar su evolución, quisiéramos mostrar, en general, cómo funcionan y se estructuran los FSIs desde inicios del presente siglo. Para ello, nos basaremos en la encuesta voluntaria organizada, en el año 2008, por el FMI entre 26 países con FSIs cuyo objetivo fue conocer los detalles sobre las estructuras, así como sus prácticas vigentes.

Los resultados fueron tomados en cuenta por el Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión para establecer los Principios y Prácticas Generalmente Aceptados (PPGA) o mejor conocidos como “Los Principios de Santiago”.

⁴¹ Ferguson, op cit, pp. 10-11

⁴² Secretaria del Grupo Internacional de Trabajo. *Sovereign Wealth Funds. Current Institutional and Operational Practices*. 15 de septiembre de 2008.

a) Financiamiento

La mayoría de los FSI se financia con cargo a las regalías minerales y principalmente las del petróleo, mientras que el resto se financian con los excedentes fiscales, así como de otras fuentes, incluidas las reservas de divisas y el rendimiento de las inversiones del fondo. En algunos casos, el producto de desinversión y el endeudamiento de los mercados también ha desempeñado un papel en la acumulación de activos.

b) Forma y Base Legal

La forma y el fundamento jurídico en que los FSI se han establecido varían de país a país. Estos son a menudo respaldados por una legislación específica y, en algunos casos, por la Constitución. Un grupo se ha establecido como entidades jurídicas separadas del Estado o el BC, ya sea en forma de una persona jurídica creada en virtud de una ley constitutiva específica o en una corporación privada formada bajo las normas del derecho de la empresa. El resto no son entidades jurídicas independientes sino grupo de activos controlados por el Ministerio de Hacienda y operativamente administrados por el BC o un organismo de gestión legal. Muchos de éstos también se establecen por leyes específicas constitutivas, como la ley del presupuesto general, y pocos bajo la ley del BC.

Por lo general, la legislación que crea un FSI es pública y disponible. Ésta incluye las leyes de fundación de la empresa y las leyes presupuestarias de los FSI. Un FSI que se genere como una entidad legal separada también publica sus estatutos de constitución. En algunos casos en que los FSI se establecen como conjuntos de activos, el acuerdo de gestión entre el Ministerio de Hacienda y el BC se divulga.

c) Objetivos y vínculos macroeconómicos de los FSI

Los objetivos de los FSI también, en su mayoría, son públicos y ubicables dentro de su legislación constitutiva. Estos están en parte ligados a la amplia naturaleza de sus pasivos. En general, los FSI no tienen responsabilidades directas, pero algunos tienen el objetivo de cubrir los gastos previstos de pensiones futuras, proporcionar un ahorro para las generaciones futuras, obtener una estabilización fiscal (o ambos) o como sociedades de inversión de reservas.

Con los futuros pasivos esperados, los FSI indican que su principal objetivo es cubrir el costo de estos gastos futuros. En particular, los que actúan como empresas privadas legalmente separadas señalan que su principal finalidad es entregar retornos financieros a largo plazo y la gestión eficaz de los activos fideicometidos.

Los FSI, en general, no se involucran directamente en las políticas macroeconómicas, con dos excepciones: (i) las transferencias del presupuesto para necesidades especiales y específicas, y (ii) la reducción de los fondos para la transferencia al banco central en caso de un desequilibrio excepcional de los pagos o las necesidades de política monetaria.

d) Normas de financiamiento y retiro

Las normas de financiación y de retiro son específicas para cada tipo de FSI y establecidas en la legislación. Por lo tanto, los fondos de reserva de pensiones (sin pasivos explícitos) por lo general tienen reglas específicas de financiación vinculados a satisfacer los gastos en pensiones futuro (por ejemplo, una cantidad mínima se requiere por año para cumplir con los objetivos futuros estimados de gastos de pensiones). Del mismo modo, las normas de retiro de estos fondos tienen en cuenta las obligaciones futuras estimadas. Excepto bajo condiciones excepcionales, los fondos no pueden ser retirados y requieren, por ejemplo, los niveles específicos del fondo al superarse así como la aprobación del ente encargado.

Otras reglas suelen estar relacionadas con el origen de los fondos. En el caso de los fondos de estabilización fiscal, estos son financiados a partir de reglas de depósito de ingresos contingentes (es decir, superior a un objetivo), y las reglas de retiro suelen ser diseñado para satisfacer los déficits presupuestarios específicos (por ejemplo, en el caso de un déficit de ingresos) o las necesidades de financiación.

Los FSI establecidos por empresas de inversión de reserva son financiados en relación con los requisitos de suficiencia de reservas, y algunos fondos han establecido contratos con los patrocinadores de los activos fiduciarios que cambian periódicamente.

En las reglas existen otras diferencias: algunos mantienen el capital y rendimientos, mientras que otros pagan dividendos anuales dirigidos al propietario (sobre techos de fondos específicos, teniendo en cuenta los gastos operacionales,

etc.), algunos pueden invertir directamente en proyectos específicos de inversión local y estas transacciones se reflejan en el presupuesto y cumplen con las normas gubernamentales locales e internacionales de estadística.

e) Estadísticas y presentación de informes

Los FSI producen datos económicos y financieros sobre una base regular. En algunos casos, la información es puesta directamente a disposición del público (por ejemplo a través de los informes anuales y/o trimestrales), y otros sólo proporcionan los datos estadísticos a los organismos nacionales competentes tales como el tamaño de la cartera, su funcionamiento y los indicadores de rendimiento. Esto depende en gran medida de si el fondo es una entidad legal separada o no.

La mayoría de los FSI permiten que sus datos estén disponibles para los compiladores de estadísticas. La mayoría de los fondos incluye data en la balanza de pagos (BOP), Posición de Inversión Internacional (PII), y/o estadísticas de las finanzas públicas (EFP).

Las estadísticas de los de los activos externos de los FSI incluidos en su BOP y PII, al ser consolidados con otros elementos, no se pueden distinguir. Esto está en consonancia con el marco metodológico estadístico que no prevé un registro separado de los activos externos de los FSI. La versión preliminar del nuevo Manual del FMI sobre la BOP y la PII (MBP6) permite la divulgación pública voluntaria de activos externos de los FSI y que no se incluyen en las reservas. También, asesora sobre la asignación sectorial de los fondos públicos, en función de sus condiciones institucionales, así como su clasificación funcional, como reserva, cartera, inversión directa y/o inversión.

f) Marco institucional

Los arreglos institucionales varían de un país a otro. Las políticas de inversión, gestión y las decisiones operativas suelen ser centralizada entre el FSI y el BC a través de un Consejo de Administración o el Comité Directivo. Sin embargo, las responsabilidades pueden estar más dispersas. Por ejemplo, existen casos en que el FSI no es una entidad legal separada del Ministerio de Hacienda o que haya un funcionario responsable de establecer los objetivos de inversión específicos y puntos de referencia (a menudo con la ayuda de un comité consultivo). En otros casos, por

ejemplo, cuando el FSI es una entidad legal separada, el alto funcionario será responsable de tomar las decisiones de inversión directa como miembro del órgano de gobierno. Las líneas de informe varían también y se pueden dar la toma de decisión a un consejo de supervisión, el Ministro de Hacienda o a un funcionario electo (Presidente de Gobierno) o directamente al Parlamento.

El marco institucional respectivo tiene como objetivo proporcionar al FSI independencia operativa y, al mismo tiempo, garantizar la rendición de cuentas al gobierno y al público. En muchos casos, este equilibrio se logra mediante el establecimiento de una entidad jurídica separada o su incorporación a entidades de gestión para el banco central, mientras que requieren que sus informes financieros sean auditados y dar informes periódicos al Ministerio de Hacienda y al Parlamento.

Cuando el FSI no es una entidad legal separada, el órgano de gobierno puede estar compuesto sólo por funcionarios del gobierno. En tales casos, se busca la independencia operacional a través de la delegación de la responsabilidad de la gestión operativa del FSI al banco central o un organismo de gestión legal.

Cuando el FSI es una entidad legal separada, la independencia operacional, así como los procedimientos de nombramiento y cese de los miembros del órgano de gobierno son también típicamente incluidas en su reglamentación. A pesar de que los nombramientos para el órgano de gobierno de los FSIs (legalmente separado o no) se hacen con frecuencia por el Ministro de Hacienda o de otro funcionario electo del gobierno, estos cargos suelen ser de larga duración (cinco años o más) y a menudo incluyen límites en el número de puestos para funcionarios gubernamentales. La salida de un miembro del órgano de gobierno puede tener lugar sólo en determinadas circunstancias especiales, como por razones de salud o si es declarado culpable de un delito grave.

Dentro de los FSI como entidad legal separada, éstos son administrados por un Consejo de Administración, por lo general, que se compone de cinco a nueve miembros que son seleccionados sobre la base de su experiencia en la gestión de inversiones, gestión empresarial, finanzas y economía. El Consejo está presidido por el Chief Executive Officer (CEO), que puede ser seleccionado externamente por el Ministro de Finanzas o por el Consejo. Algunos FSIs tienen comités de asesoramiento para ayudar y asesorar al Consejo en ámbitos como las políticas de inversión, las funciones de auditoría y riesgo, las operaciones de las empresas (incluidas las

políticas de los empleados y la remuneración) y el desempeño de la gestión. Algunos FSI también tienen un Consejo de Vigilancia o Comisión competente para fines de control y supervisión.

La estructura de gobierno interno de los FSIs, en particular los de este último grupo, es similar a la estructura típica de las corporaciones privadas. La cabeza del FSI es responsable de ejecutar el mandato asignado, es decir, poner en práctica y, en muchos casos, desarrollar las políticas de inversión, del empleo y de la gestión de personal. Normalmente, tiene un cuadro de ejecutivos subordinados con responsabilidades específicas funcionales (es decir, un Director de Operaciones, un Director Financiero y un Director de Inversiones) y luego se ramifica en varios grupos funcionales, que están dirigidos por gerentes. En el caso de los FSIs que se establecen como conjuntos de activos sin personalidad jurídica, independiente de los organismos responsables de la gestión, pueden tener diferentes estructuras.

g) Rendición de cuentas al Congreso

La rendición de cuentas es ejercida por la entidad que posee o gestiona el FSI. En aquellos casos en que el FSI no es una entidad legal separada, el Ministerio de Hacienda informa sobre las actividades del Fondo. El informe comúnmente se presenta anualmente, pero a veces se proporcionan trimestralmente, con los estados financieros auditados ya sea por separado o como parte de los estados financieros del gobierno, o de los estados financieros auditados de la entidad gestora.

Los parlamentos pueden ejercer distintos grados de control sobre los FSIs que son administrados por una entidad legal separada del Ministerio de Hacienda o el BC. En la mayoría de los casos, el informe del FSI, incluyendo sus estados financieros auditados, se presenta anualmente al Parlamento o a un comité parlamentario a petición. Los grupos administradores de estos FSIs suelen ser necesarios para preparar los planes anuales de negocios y ellos también serán responsables de reportar los informes anuales. En un caso, un comité parlamentario designado aprueba el plan de actividades y el informe anual y comunica al público sobre las actividades y los resultados de desempeño del FSI.

En los casos en que los FSIs son entidades legales separadas, otra capa de rendición de cuentas puede ser añadida por el Ministro de Hacienda. En estos casos,

las cuentas del FSI pueden ser consolidadas por integración global con las cuentas del gobierno y el Ministro de Finanzas es responsable de las inversiones del fondo.

Cuando el FSI opera como una empresa y se somete a las reglas de derecho corporativo, el gobierno representado por el Ministro de Hacienda suele ser responsable ante sus accionistas por su desempeño. El Ministro de Hacienda asegura que la Junta es competente para supervisar las actividades del fondo, pero el gobierno opera en condiciones de mercado y no se involucra en sus decisiones comerciales ni de inversión. El FSI típicamente publica un informe anual y mantiene un sitio web para informar al público.

Todos los FSIs preparan y presentan sus estados financieros de acuerdo con un determinado conjunto de estándares de contabilidad. Algunos declaran que sus estados financieros están en plena conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Otros indican que aplican las normas de contabilidad que a su juicio son “equivalentes a” o “materialmente” las mismas que las NIIF, o se refieren a la preparación de sus estados financieros de acuerdo con “las Normas Internacionales de Contabilidad del Sector Público (NICSP), que tienen en cuenta los rasgos característicos del sector público. Otro grupo señala que están en el proceso de convergencia hacia el pleno cumplimiento de las NIIF. Por último, algunos FSIs aplican sus propios principios contables nacionales generalmente aceptados. Pocos son los FSI no aplican las normas de contabilidad y no presentan o publican sus datos.

Todos los FSIs tienen arreglos de auditoría interna en su país. En algunos, la auditoría interna se lleva a cabo por auditores independientes e internacionalmente reconocidos, como empresas de contabilidad, o temporalmente designados. Otros han establecido divisiones de auditoría interna para fortalecer su compromiso con el control interno y disposiciones de supervisión en la cobertura de las diversas áreas de negocio del FSI. Estos evalúan y revisan las actividades de los FSIs de conformidad con la legislación adoptada, vigilan el cumplimiento de las directrices de inversión respectivas en términos de exposición rentabilidad y riesgo, proporcionan informes periódicos sobre sus conclusiones y hacen recomendaciones a los órganos internos. Estos son conocidos a menudo como comités de auditoría interna a cargo de la supervisión y vigilancia del cumplimiento y auditoría interna. Cuando el FSI no tiene una entidad formal de auditoría interna, la función de auditoría puede ser asignada a otro departamento dentro del FSI con funciones similares a las funciones de auditoría interna.

h) Integridad de las operaciones

En general, los FSIs comparten estándares comunes que rigen la conducta de los asuntos financieros y tienen normas similares para prevenir la explotación o el uso indebido de los fondos por parte de los miembros del Consejo, los directivos y el personal. Estas pueden ser establecidas en su reglamentación y/o códigos de ética. Los códigos de conducta y manuales adoptados tratan la dirección privilegiada, los conflictos de interés, las políticas de divulgación de información, los sistemas de vigilancia y detección de fraude, comportamiento no ético, y los mecanismos para abordar y gestionar correctamente los casos de fraude.

Las normas que rigen los FSIs por lo general es pública y brinda información sobre su estructura institucional y las operaciones.

i) Políticas de inversión y de gestión de riesgos

La mayoría de FSIs tienen objetivos de inversión específicos y algunos otros tienen objetivos de rentabilidad absoluta. Pero los riesgos desempeñan un papel importante como limitante ante el conjunto factible de retornos que se podría obtener en el tiempo (después de que el objetivo se ha establecido). Los objetivos de inversión son explícitamente declarados por el titular de los FSIs (es decir, el gobierno), sobre todo cuando el FSI no es una entidad legal separada; pero cuando el propietario del FSI o su derecho aplicable formula objetivos de inversión más generales, estos son definidos por el administrador del FSI.

Algunos fondos utilizan un enfoque activo en la determinación de su estrategia de inversión. La estrategia de inversión se obtiene habitualmente mediante un modelo de asignación activo de variación media.

Las estrategias de inversión varían desde lo tradicional hasta lo más avanzado. Los FSIs que no son entidades legales separadas tienen asignaciones de activos relativamente tradicionales, es decir, en su mayoría se limitan a los títulos públicos de alta calificación, y sólo unos pocos invierten en capital y asumen más riesgo de créditos. Otros FSIs utilizan más alternativas dentro de las clases de activos, con puntos de referencia como el 40-70% de acciones, 4-10% de fondos de acciones privadas, 13-40% de renta fija, 2-5% de infraestructura, 2.5% de productos básicos, y 10.8% en bienes reales.

Los objetivos de riesgo se determinan normalmente por el Estado o el órgano de gobierno del FSI. Mientras que los objetivos generales se establecen corrientemente dentro de la ley o por el Estado, los más específicos son típicamente establecidos por los administradores de los FSIs. Éstos generalmente se establecen como límites de error de seguimiento o bandas de riesgo en relación con un índice de referencia para el manejo táctico. Normalmente, se revelan públicamente los elementos de la política de gestión de riesgo de los FSIs.

Las medidas de riesgo más comunes y los métodos para la gestión de los riesgos financieros son las calificaciones de crédito, modelos de valor en riesgo, el error de seguimiento, duración y pesos de moneda. El riesgo de liquidez es mitigado mediante la inversión, principalmente, en valores negociados en mercados organizados y requisitos para la diversificación de la cartera de los gestores de activos. El riesgo cambiario es controlado por una política de cobertura de moneda extranjera de la cartera y los límites de exposición a las monedas con respecto al punto de referencia para los gestores de activos individuales. Algunos FSIs sujetan los niveles generales de riesgo a pruebas de estrés.

Además de los límites de riesgo tácticos, los FSIs suelen observar las restricciones generales sobre las clases de inversión e instrumentos. La mayoría de FSIs toman en cuenta que no se les permite pedir prestado o usar el apalancamiento. Varios invierten en ciertas clases de activos que utilizan apalancamiento (por ejemplo acciones privadas, fondos multiestratégicos) o emplean derivados con el fin de proteger el valor o la rentabilidad de sus inversiones. Además, muchos FSIs han establecido límites de apuestas que se pueden mantener en las empresas, los tipos de inversión que puede contener (por ejemplo, los activos de grado de inversión solamente), y/o sobre otras características de su cartera (por ejemplo, moneda o país).

Varios fondos controlan el riesgo operativo a través de la separación de responsabilidades, entre las oficinas principales, intermedias y las menores. También, lo reducen a través de la implementación de códigos de conducta y políticas sobre conflicto de intereses para el personal y el órgano de gobierno, conciliación periódica de cuentas y auditorías activas y periódicas. Además, usan servicios globales de custodia y planes de continuidad de negocio, así como periódicamente (anualmente) revisan los manuales de operación, para mitigar las fallas de funcionamiento.

Lo más avanzado es el monitoreo del riesgo operacional con indicadores de alerta temprana y mediante la asignación de la responsabilidad directa de supervisión del riesgo operacional a los gerentes de línea. Por último, algunos FSIs usan informes diarios de la oficina de gestión para asegurar la comunicación oportuna y la alerta temprana de los riesgos operacionales.

2.3 Evaluación y Comparación de los FSIs a través del Índice de Transparencia de Linaburg-Maduell

Existen otros medios que también han analizado la actuación de los FSIs como es el Índice de Transparencia de Linaburg-Maduell establecido, en el año 2010, como una herramienta del Instituto de los FSIs. El índice también es utilizado por los FSIs en todo el mundo para brindar data de sus reportes anuales.

Carl Linaburg y Michael Maduell, creadores del índice, otorgan una puntuación en base a diez principios donde cada FSI recibe una puntuación de cero (0) ó uno (1) por cada principio que se cumpla o no, con un puntaje mínimo de uno (1). El Instituto de FSIs recomienda un puntaje mínimo de ocho (8) para considerar que un FSI tiene un nivel adecuado de transparencia.

Los principios bajo los cuales se guía el Índice de Transparencia de Linaburg-Maduell son:

1. El fondo proporciona la historia incluyendo la razón de la creación, el origen de la riqueza y la estructura de la propiedad del gobierno.
2. El fondo proporciona a la fecha los informes anuales auditados de forma independiente.
3. El fondo proporciona los porcentajes de la propiedad de las explotaciones de la empresa y la localización geográfica de las explotaciones.
4. El fondo proporciona un valor total de la cartera en el mercado, su rentabilidad, y la remuneración de los directivos.
5. El fondo proporciona directrices en referencia a las normas éticas, políticas de inversión y de ejecución de las directrices.
6. El fondo proporciona estrategias y objetivos claros.
7. El fondo identifica claramente a sus subsidiarias y la información de contacto.
8. El fondo identifica gestores externos.
9. El fondo gestiona su propio sitio web.

10. El fondo provee la dirección de ubicación de la oficina principal y la información de contacto como teléfono y fax.

De acuerdo a este índice, en el cuarto trimestre del 2013 (ver Anexo 4), el Instituto de FSIs había evaluado a 51 FSIs, de los cuales nueve (09) FSIs, encabezado por Chile, tuvieron una puntuación de diez (10); los siguientes diez (10) FSIs adquirieron una puntuación de nueve (9); y un tercer grupo de cuatro (4) FSIs obtuvieron ocho (8) puntos. Por lo que sólo veintiocho (28) FSIs, número levemente superior a la mitad, tendrían un nivel de transparencia aceptable para el presente índice.

También, resalta a la vista que ocho FSIs tengan el puntaje mínimo de un (1) punto. Por lo que de acuerdo a este índice habría todavía una gran falta de transparencia de las actividades que realizan un gran parte de los FSIs en el mundo aunque en los últimos años este índice ha venido creciendo positivamente.

El presente índice también tiene sus críticos, como Truman⁴³ que indica que éste no provee información sustancial acerca de cómo estos principios son aplicados. Esto se puede observar la página web de Instituto de FSIs *"There are different levels of depth in regard to each principle, judgment of these principles is left to the discretion of the Sovereign Wealth Fund Institute"*⁴⁴.

2.4 Los Fondos de Inversión Soberana luego de la Crisis del 2008⁴⁵

Luego de la crisis del 2008 se ha hablado mucho de los FSIs y es que los efectos que provocó en la economía internacional generarían un gran impulso al desarrollo de los FSIs en todo el mundo.

De acuerdo a la UNCTAD (World Investment Report – WIR 2013), a finales de 2012, setenta y tres (73) FSIs, con un total estimado de US\$ 5,300 millones de dólares en activos, pudieron ser identificados, el 60% de ellos fueron establecidos en la década pasada y otros 21 gobiernos, la mayoría de economías emergentes, consideran establecer un FSI.

⁴³ Truman, Edwin (2010) Sovereign Wealth Funds. Threat or Salvation?, p. 94.

⁴⁴ En: Página oficial de Sovereign Wealth Fund Institute. <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>

⁴⁵ World Investment Report 2011(WIR 2011) pp.14-16 y WIR 2012 pp.13-16.

El Instituto de los FSIs es más concreto y señala que desde el 2005 al 2012, más de treinta y dos (32) FSIs fueron creados. Además, desde los inicios del 2008 hasta fines del 2012, los bienes de los FSIs crecieron en 59.1%.⁴⁶ Cómo se generó este gran fenómeno lo explicaremos a continuación.

Durante la crisis, los FSIs con exposición a renta variable sufrieron una considerable erosión del valor de sus inversiones. Sin embargo, a finales de 2009, con la recuperación de los mercados bursátiles en todo el mundo, casi todos los FSIs habían sido capaces de recuperar sus pérdidas del 2008.

Hasta el 2012, el crecimiento de los FSIs fue continuo e impresionante, aún en el tiempo de crisis (2007-2011) cuando se produjo la caída en la tendencia de captar más activos que los inversores extranjeros directos, iniciada en 2005. La caída se habría producido principalmente por la inexistente inversión, en el 2010, de los FSIs con sede en la región del Golfo (por ejemplo, Emiratos Árabes Unidos) ante la fuerte inestabilidad de los mercados.

De acuerdo a la UNCTAD (WIR 2013), en el 2012, los FSIs administran bienes por US\$ 5,300 millones, lo que habría generado un incremento en relación a los dos últimos años. Si bien la crisis les generó pérdidas en algunas tenencias, el valor acumulado de los bienes de los FSIs creció a una tasa anual del 10%, en comparación con un descenso del 4% en el valor de los activos bancarios internacionales. Para el 2012, la corriente de IED de los FSIs se duplicó de US\$ 10,000 a US\$ 20,000 millones, lo que ha impulsado la tendencia a su crecimiento. (Ver anexo 5)

La confianza en el crecimiento sostenido de las inversiones de los FSIs ha sido resaltada por la UNCTAD (WIR 2011) y aún con los efectos de la crisis. Entre las predicciones expuestas están: los activos exteriores de la Autoridad de Inversiones de Qatar, un inversionista estratégico activo, crecerían de US\$ 65,000 millones en 2009 a US\$ 90,000 millones en el 2010 y a US\$ 120,000 millones en el 2011. Asimismo, también presentó que la Corporación de Inversión de China, creada en 2007, con el mandato de diversificar las tenencias de divisas de China y un inversor activo en el sector de energía, los recursos naturales y los bienes relacionados con la infraestructura, recibió de US\$ 100 a US\$ 200 millones en nuevos fondos en el 2010.

⁴⁶ <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/> Página revisada el 07.03.14

Otros fondos soberanos han tenido fuertes ganancias en el 2010 como por ejemplo, el Fondo de Pensiones del Gobierno Noruego Mundial, ello quizás gracias a que, desde 2009, se les permite poseer hasta el 10% de una sociedad cotizada.

Todo este dinamismo resalta aún más sus potencialidades de inversión en otros sectores y otras regiones que lo necesiten más allá de las tradicionales. *“The role that these funds could play in supporting sustainable development outcomes and, in particular, the further potential for their deployment as development-enhancing FDI in developing countries.”* (WIR, 2011 y 2012)

2.4.1 Destino y Sectores de la inversión de los Fondos Soberanos de Inversión

Los FSIs son principalmente inversionistas de cartera, con la mayor parte de sus fondos en activos financieros líquidos en economías de mercados estables. Sólo una pequeña porción de ese valor, aproximado de US\$ 127 000 millones, es en forma de inversión extranjera directa (IED), es decir menos del 5% de los activos manejados por los FSIs según las cifras registradas por la UNCTAD. Aunque se incrementa si se considera las inversiones realizadas por los FSIs a través de otras entidades o en sociedad con otro inversor.⁴⁷

En el WIR 2013, la UNCTAD nos confirma, como en años anteriores, que la IED de los FSIs se concentra en proyectos concretos en un número limitado de sectores (70%) como son: las finanzas, bienes raíces, construcción y servicios públicos (electricidad, gas y agua) Dentro de estas inversiones, se ha observado que del 2011 al 2012, la inversión en la industria del transporte, carga y comunicaciones se ha incrementado en un 80%, lo que podría mostrar un cambio en sus estrategias de inversión. (Ver anexo 7 y 8).

Sólo una fracción pequeña de las tenencias totales de los FSIs está dirigida a la IED. Entre los FSIs más activos en IED, se encuentran Temasek (Singapur), China Investment Corporation, la Autoridad de Inversiones de Qatar y Mubadala (Emiratos Árabes Unidos). Temasek es considerado el inversionista más activo de los FSIs en los países en desarrollo (cuyas inversiones se desarrollarán más adelante), con aproximadamente el 71% del total de sus activos situados en el extranjero (US\$ 102

⁴⁷ Esta cifra puede ser superior teniendo en cuenta que la UNCTAD sólo toma en cuenta las inversiones en donde los FSIs son los inversionistas inmediatos, por lo que la data no incluye la inversiones realizadas por las instituciones establecidas por los FSIs o las que se hacen en conjunto con otros inversionistas.

mil millones en 2011). Sin embargo, sólo US\$ 3 mil millones de estos activos son de IED, con adquisiciones de más del 10% de participación.

La UNCTAD (WIR 2011, 2012 y 2013) ha venido informando que el enfoque tradicional de la IED de los FSI ha sido de dirigirse a los países desarrollados (los que actualmente concentran el 70% de los ingresos del 2012) y concentrar sus actividades en proyectos de largo plazo. Así, la IED de los FSI de los países desarrollados ha crecido más rápidamente que la de los países en desarrollo (véase anexo 8), debido a que durante la crisis se dio una gran oferta de oportunidades de adquisición en América del Norte y Europa.

La escala de sus tenencias permite a los FSI invertir en proyectos de gran envergadura, como el desarrollo de infraestructura y producción agrícola –clave para el desarrollo económico de muchos países menos adelantados–, así como el desarrollo industrial, incluyendo las industrias verdes.

Aunque la IED de los FSI también ha venido aumentando en los países en vías de desarrollo y en transición; especialmente, en los países del Asia, con mercados de capital más avanzados, y que ya son importantes receptores de inversión de los FSI pero en forma distinta a la IED. El mayor crecimiento de la inversión de los FSI en los países en desarrollo se dio en el 2008 (30%) pero cayó para el 2012 (23%), lo que habría vuelto a consolidar la tendencia de inversión de los FSI hacia los países desarrollados.

Teniendo en cuenta que cada FSI puede tener objetivos muy particulares acorde a las necesidades de cada Estado, es muy difícil establecer una corriente de inversión sino por el contrario, la dirección de las inversiones de los FSI puede variar dependiendo del país y/o del tipo de FSI.

2.4.2 Potencialidades de los Fondos Soberanos de Inversión en la Economía Internacional

Para la UNCTAD (WIR 2011 y 2012), los FSI serán cada vez una fuente más visible de IED. Esto gracias a la mayor disponibilidad de capitales y a la existencia de políticas que dan a los FSI mayor margen de maniobra para adquirir grandes participaciones en activos atractivos, junto con la mejora de la capacidad interna de gestión de sus fondos.

A pesar del enfoque actual de los FSIs en los países desarrollados con concentración de sus actividades en el largo plazo y perspectivas de inversión estratégicamente orientadas, los FSIs pueden invertir en actividades productivas en el extranjero, especialmente en los países en desarrollo, incluidos los países menos adelantados, en particular, que atraen flujos de IED sólo modestos de otras fuentes.

Para los países desarrollados y en desarrollo, las inversiones extranjeras por entidades estatales en activos estratégicos, como la actividad agrícola, recursos naturales o activos clave de infraestructura pueden conducir a problemas políticos legítimos. No obstante, dada la enorme brecha entre los países en desarrollo en el financiamiento, la IED de los FSIs representa una oportunidad importante que puede permitir el mejoramiento de la producción agrícola, la construcción de la infraestructura, provisionar bienes industriales y generar un crecimiento sostenible.

Ya se vienen dando algunos ejemplos de asociaciones de FSIs para realizar este tipo de proyectos en los sectores de infraestructura, energías renovables y de recursos naturales. En el 2010, Qatar Holding, instrumento de inversión de la Autoridad de Inversiones de Qatar, creó un fondo de US\$ 1,000 millones en Indonesia para invertir en infraestructura y recursos naturales en ese mismo país. En el 2011, la Autoridad de Inversión del Turismo de Marruecos estableció Wissal Capital, un fondo que tiene como objetivo desarrollar el turismo en el país, a través de una asociación con los FSIs de Qatar, los Emiratos Árabes Unidos y Kuwait, con fondos de US\$ 2,500 a US\$ 4,000 millones.

Finalmente, la UNCTAD (WIR 2012) considera que la IED de los FSIs puede proporcionar importantes oportunidades para el desarrollo sostenible, especialmente en los países menos desarrollados. La superación de los retos de liberar más capital en forma de IED de esta fuente de inversión debería ser una prioridad para la comunidad internacional.

2.5 Problemática alrededor de los Fondos Soberanos de Inversión: “El Caballo de Troya”

Para autores como Rose⁴⁸ y Lee⁴⁹, la reciente crisis económica iniciada en los EE.UU. (2007) desencadenó una corriente de inversiones extranjeras soberanas, es

⁴⁸ Rose, op cit, p. 1211

⁴⁹ Lee, Yvonne C. L. A reversal of Neo-Colonialism: The Pitfalls and Prospects of Sovereign Wealth Funds. En: Georgetown Journal of International Law, 2009, Vol. 40, pp. 1106.

decir a través de FSI, sin precedentes en los países occidentales o desarrollados. Los países de donde provienen estos FSI son mayormente considerados países en desarrollo como: China, India, Kuwait, Qatar, Rusia, Arabia Saudita, Singapur y Emiratos Árabes Unidos (E.A.U), que fueron beneficiarios de los altos precios del petróleo y el exponencial crecimiento de los mercados emergentes en el Asia y el Medio Oriente.

En estos países, gracias a la rápida acumulación de reservas generadas por los excedentes de exportación, sus FSI pudieron captar nuevas oportunidades de inversión, empezando en el 2007. Las inversiones realizadas por los FSI incluían la adquisición de propiedades (acciones) con precios rebajados como por ejemplo de: The Chrysler Building, Barclays PLC, Credit Suisse, Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley y UBS AG, entre otros.

Algunos ejemplos específicos de las adquisiciones realizadas ese año como la de China Investment Corporation que adquirió US\$ 3,000 millones de acciones de Blackstone Group, Mubadala Development Company del gobierno de Dubái compró 7.5% de las acciones en Carlyle Group por US\$ 1.35 mil millones; Abu Dhabi Investment Authority adquirió 4.9% de las acciones de Citigroup por US\$ 7.5 mil millones; etc.

A este fenómeno, Lee le ha titulado el “*Eastern neo-colonialism*” que se caracteriza por dos elementos: un cambio en la dirección de la salida e ingresos de capitales y un cambio entre los actores estatales a favor de la liberalización.⁵⁰

Una alerta se habría encendido con esta situación al reconocerse las potencialidades de los FSI en la economía mundial, por su gran cantidad de capitales que administra, a pesar de las pérdidas que la propia crisis le hubiera ocasionado, así como de las posibles consecuencias económicas y políticas en el futuro próximo.

Los FSI, a pesar de tener una larga historia desde la creación, cómo se ha mostrado previamente, luego de la crisis económica del 2008 y unido a los efectos del 11 de septiembre, muchos Estados han iniciado acciones como muestras de preocupación sobre las inversiones de los FSI, las que tienen distintos puntos de

⁵⁰ Ibid p. 1106

vista dependiendo en la mayor o menor reacción proteccionista de sus políticas económicas hacia las inversiones extranjeras.

Si bien los Estados están interesados en incrementar la inversión extranjera directa (IED), al mismo tiempo, les preocupa que los FSIs puedan dirigir estas inversiones por objetivos políticos y, con ello, afectar a sus sectores estratégicos. Dockes lo expresa:

“(...) pour leur uns, ces fonds sont des prédateurs qu’il faut redouter, dans les mains d’Etats potentiellement hostiles –et donc sources d’instabilité, voire d’insécurité économique–; pour les autres, ils doivent être accueillis comme des investisseurs bienveillants –et considérés comme source de stabilité.”⁵¹

De acuerdo a autores como Becker, los FSIs tendrán siempre objetivos políticos. *“The problem is that neither type of fund can function in a substantially apolitical way”⁵²* pero, los autores también resaltan que este hecho no lo haría diferente de otros fondos privados. Para Rose los FSIs no se diferencian por su posición amenazante ya que sería similar a la que genera un gran fondo privado en una economía nacional. Así, el punto de la crítica no está en que estos fondos existan sino que se les considere de antemano políticos, es decir, que puedan ser usados para controlar un sector altamente estratégico en el país receptor, como un *“Caballo de Troya”* de un Estado extranjero.⁵³ Es decir, una entidad que ingresa con propósitos ocultos y que pondrían en peligro, en este caso, la economía del Estado receptor.

Los temores se dan por las propias características de los FSIs, como las indicadas previamente. Éstos son alimentados por los recursos públicos y dirigidos por el poder público con el objetivo de servir los intereses políticos y económicos de un país. Por ello, se considera a esta nueva situación como: *“Un nouveau capitalisme d’Etat a profité de l’interconnexion planétaire des marches financiers.”⁵⁴*

Asimismo, el hecho que la mayoría de los capitales de los FSIs provengan mayormente de economías emergentes, es decir, que estos se han convertido en

⁵¹ Santiso, Javier. “Sovereign development funds: key financial actors of the shifting wealth of nations, OECD Emerging Markets Networks Working Paper, oct 2008. Cit. Por Coissard, *ibid* p. 856.

⁵² Backer, Larry Catá. “Sovereign Wealth Funds as Regulatory Chameleons: The Norwegian Sovereign Wealth Funds and Public Global Governance through Private Global Investment”, p. 1272.

⁵³ Rose, Paul. Sovereign Wealth Fund Investment in the Shadow of Regulation and Politics. En: *Georgetown Journal of International Law*, 2009, Vol. 40-2, p. 1209.

⁵⁴ Coissard, *Ibid*.

exportadores de capitales. Así, se resalta que hace cincuenta años, el 75% de la riqueza mundial se creaba en los países miembros de la OECD, sin embargo, hoy en día, ésta misma representa menos del 55%. Para autores como Coissard, esta nueva realidad muestra :

*“(...) une profonde transformation structurelle des relations économiques internationales. (...)Une dimension géo-économique est donc également fortement attachée à ces fonds : derrière une montée en puissance de ces fonds se cache un déplacement géographique de la richesse des nations”.*⁵⁵

Algunos autores⁵⁶ han resaltado las preocupaciones generadas, mayormente inducidas por reacciones políticas más que económicas, que generan una actitud proteccionista contra los FSIs en muchos países. Entre estas, amenazar la estabilidad del mercado, generar reacciones incontroladas del mercado, dirigir a la moneda, mal administrar las inversiones y llevar al detrimento económico y financiero del país, concentrar acciones de interés en compañías occidentales hacia las manos de países no democráticos, puede permitir a los Estados usar instrumentos no disponibles para el sector privado y así obtener una ventaja competitiva, pone en riesgo el proceso productivo y de asignación del mercado, puede ocultar el abuso del mercado y practicas internas de comercio en detrimento del inversor privado y de su confianza en el mercado, puede limitar el acceso de los gobiernos receptores a información o mover data o información en el exterior.

Además, podrían usar su influencia en las compañías para obtener conocimientos tecnológicos e intelectuales, para ganar acceso a recursos naturales o mejorar las posiciones competitivas de sus mercados domésticos, podrían usar sus inversiones como apalancamiento para objetivos diplomáticos o podrían impulsar objetivos no comerciales concernientes a las actividades de sus inversiones lo que podría afectar negativamente los proyectos de las compañías la eficiencia y estabilidad del mercado.

Otros como Rose simplemente piensan que podría canalizar la inversión de los países en desarrollo hacia destinos distintos a los típicos, remover sólo para la maximización de sus utilidades. Así lo resalta:

⁵⁵ Coissard, Ibid.

⁵⁶ Bassan (2011), op cit, p.12-13; y Quadrio, Alberto y Miceli, Valeria (2010), Sovereign Wealth Funds, pp. 127-128.

“The central concern with SWFs is that, as investment arms controlled by a sovereign, the SWFs will act in a manner that jeopardizes the national security of the recipient country. While SWFs and their sponsor countries assure regulators that they will invest solely for economic purposes, SWFs potentially could be used as a kind of Trojan horse. For instance, a SWF could be used to acquire sensitive technologies or expertise. More subtly SWF investment could be used to apply political pressure on a recipient country.”⁵⁷

De esta manera, estos temores impulsan a los Estados, como posibles receptores de la inversión de los FSI, a imponer barreras específicas cualitativas o cuantitativas a las inversiones de los FSI a fin que el Estado extranjero no tome control indirecto de empresas privadas ubicadas en industrias estratégicas o del sector financiero, a fin de evitar que se genere un conflicto de intereses y derecho entre el Estado receptor y el Estado inversor.



⁵⁷ Rose, op cit, p. 1209.

CAPITULO III

EI ESTATUS LEGAL DE LOS FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN

A nivel internacional, no existe un acuerdo o costumbre internacional que gobierne a los FSIs. Sin embargo, la importancia y preocupación que generan estos actores en las economías de los países y en el mundo en su conjunto han impulsado el desarrollo de *soft law*⁵⁸.

Primero, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD, por sus siglas en inglés) y, luego el Fondo Monetario Internacional (FMI) desarrollaron ciertos lineamientos y principios con el objetivo de homogeneizar la actividad de los FSIs.

Esta es la normatividad que explicaremos en primer lugar y, posteriormente, trataremos las legislaciones establecidas a nivel nacional. Estas últimas generadas en tanto los FSIs realizan IED en algunos países. Por lo que, mostraremos algunas posibilidades de ordenación nacional que los Estados han establecido para los FSIs que buscan establecer IED en su territorio.

3.1 Regulación Internacional de los Fondos Soberanos de Inversión

De acuerdo a Ibañez y Partal⁵⁹, en los últimos años se lanzaron alertas de los expertos académicos y líderes de las organizaciones internacionales más importantes que sugirieron una mayor regulación de los FSIs. Ello con el fin de mejorar la confianza en el mercado global, la estabilidad política y la independencia e imparcialidad en el período post crisis (2010 – 2012). De esa manera, con el impulso de la OECD y el FMI, se logró el establecimiento de algunas directrices o principios.

3.1.1 Regulación de los Fondos Soberanos de Inversión en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD)⁶⁰

Dentro del marco de acción de la OECD y su relación con las inversiones de los FSIs, debemos indicar que la OECD tiene como meta mantener los mercados

⁵⁸ Soft Law es identificado con los instrumentos de cuasi derecho, es decir sin fuerza vinculante.

⁵⁹ Ibañez Jiménez, Javier y Partal Ureña, Antonio. Sovereign Wealth Fund (SWF) Global Regulation and Transparency: A Preliminary Private-Investment Law Approach. En: Journal of International Banking Law and Regulation, 2010, 9, p. 441.

⁶⁰ Quadrino y Miceli, op cit, p. 191-197.

abiertos y crear una estructura estable y confiable para las inversiones extranjeras; por lo que buscaría que los Estados mantengan estas condiciones ante las inversiones de los FSI mientras que éstos respeten su compromiso de transparencia, entre otros.

Su desarrollo se inició en el 2008, cuando el Comité de Inversiones Extranjeras, atendiendo la solicitud del G7 de mantener la apertura de los mercados de capitales internacionales, emitió el Reporte “Fondos Soberanos de Inversión y Políticas de Países Receptores”, que fue parte de otro reporte mayor titulado “Libertad de las inversiones, Seguridad Nacional e Industrias Estratégicas”⁶¹ que buscaba detener las tendencias proteccionistas y asegurar la apertura de los mercados de capitales para las inversiones extranjeras. En dicho reporte, la OECD solicitó a sus miembros respetar los principios existentes en los siguientes documentos y que eran acordes con las inversiones realizadas por los FSIs: el Código de Liberalización de la OECD (1961), el principio de tratamiento nacional provisto por la Declaración en Inversiones Internacionales y Compañías Multinacionales (1976) y, especialmente, las directrices en gobernanza corporativa para las empresas estatales.

De acuerdo a esas reglas, la OECD invitó a sus miembros a respetar los principios de no discriminación de la inversión extranjera, las obligaciones de transparencia, el compromiso a la desregulación gradual, la cláusula de no reversión hacia medidas más restrictivas y liberalización unilateral o no exigencia del principio de reciprocidad. A la vez, la OECD también reconoció la legitimidad de los países a preocuparse por los posibles efectos que los FSIs podrían causar sobre su seguridad nacional y a tomar acciones para protegerse ya que se le reconocía “*as they were entities that may not act for purely economic reasons but out of geo-estrategic or foreign policy motivations.*”⁶²

Por ello, ante la aparición de medidas de protección de la seguridad nacional que surgieran ante la considerada IED maliciosa, y que podrían provenir también de los FSIs, se expresaron los siguientes principios:

- No discriminación o tratamiento igualitario para las inversiones en situaciones similares, sin importar su nacionalidad;
- Transparencia y predictibilidad de sus reglas, procedimientos, duración, modificaciones y respecto por la confidencialidad de la información;

⁶¹ En página oficial de la OECD: <http://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/40476055.pdf>

⁶² Quadrino y Miceli, op cit, p. 193.

- Regulación proporcional, de acuerdo a la necesidad para proteger la seguridad nacional y no crear nueva si es que existe alguna otra medida apropiada para resolver amenazas a la seguridad nacional; y
- Responsabilidad que incluye procedimientos de control interno, internacional y de revisión judicial; donde la autorización para bloquear una inversión sólo podría darla el jefe de Estado o el Ministro.

El desarrollo de estas reglas es positivo, sin embargo, la efectividad de las mismas nos resalta Quadrino y Miceli⁶³ depende de varios factores políticos y tiene serias limitantes. Una de ellas es su sola aplicación a los miembros de la OECD, lo que deja afuera a la gran mayoría de los países que tienen FSIs y otros países de mercados emergentes que son los más inclinados al proteccionismo. Otra importante es la discrecionalidad de los miembros para definir la “seguridad nacional”, de manera que les permitiría actuar en desfavor de las inversiones de los FSIs. Finalmente, se tiene que resaltar que toda esta regulación se basa en la buena voluntad de los Estados destinatarios de la inversión.

3.1.2 Regulación de los Fondos Soberanos de Inversión en el Fondo Monetario Internacional: Los Principios de Santiago⁶⁴

El FMI tiene un desarrollo un poco más avanzado que la OECD con la elaboración de un acuerdo desarrollado para un conjunto de países con FSIs. En octubre de 2007, el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI)⁶⁵ del FMI reunido resaltó el reconocimiento de los FSIs como inversionistas institucionales afianzados y participantes importantes del sistema monetario y financiero internacional. En esa oportunidad, también expresaron la necesidad de profundizar el análisis de temas clave para los inversionistas y los destinatarios de los flujos de estos FSIs e incluyeron el diálogo para identificar las prácticas más óptimas.

Posteriormente, el 30 de abril y el 1° de mayo de 2008, en la ciudad de Washington, se celebró la reunión de países con FSIs donde se creó el Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión (WIG-SWF, por sus siglas en inglés), quien iniciaría el proceso, facilitado y coordinado por el FMI, de

⁶³ Ibid, p. 195.

⁶⁴ FMI, Grupo Internacional de Trabajo de los Fondos Soberanos de Inversión (IWG-WSF) (2008) Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) - “Santiago Principles”. Washington: FMI.

⁶⁵ El CMFI es un comité de la Junta de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional (FMI) integrado por representantes, normalmente ministros de hacienda y gobernadores de bancos centrales, de los 185 países miembros del FMI.

creación de principios y prácticas generalmente aceptados (PPGA) que reflejarían adecuadamente las prácticas y los objetivos de inversión para los FSIs. El grupo conformado por 26 países miembros del FMI y con FSIs⁶⁶ se reunió en tres ocasiones, en Washington, Singapur y Santiago de Chile. En la última reunión, se formularon estos PPGA, a los que denominaron “Principios de Santiago”, cuyo propósito son: “(...) *to identify a framework of generally accepted principles and practices that properly reflect appropriate governance and accountability arrangements as well as the conduct of investment practices by SWFs on a prudent and sound basis.*”⁶⁷

Su naturaleza, al igual que la de la OECD, es de *soft law*, es decir, son los Estados los que voluntariamente se someten a esos principios, y depende de ellos, cumplirlos mediante la formulación de normas internas que los desarrollen:

*“The GAPP is a voluntary set of principles and practices that the members of the IWG support and either have implemented or aspire to implement. The GAPP denotes general practices and principles, which are potentially achievable by countries at all levels of economic development. The GAPP is subject to provisions of intergovernmental agreements, and legal and regulatory requirements. Thus, the implementation of each principle of the GAPP is subject to applicable home country laws.”*⁶⁸

Para llevar a cabo su labor, el WIG-SWF tuvo en cuenta los resultados de la encuesta voluntaria organizada por el FMI entre los FSIs (Ver Capítulo II, 2.2) sobre las estructuras y prácticas vigentes y también se inspiró en los principios y prácticas internacionales relacionadas que ya habían adquirido aceptación generalizada en áreas afines, como los principios mencionados anteriormente en la OECD.

Teniendo en cuenta el desarrollo de más de 50 años que han tenido los FSIs, los PPGA resaltan la importancia para sus propias economías y para el mercado financiero internacional. Así, indica:

“Their investments have helped promote growth, prosperity, and economic development in capital exporting and receiving countries. In their home countries, SWFs are institutions of central importance in helping to improve the management of public

⁶⁶ Estos son: Australia, Azerbaiyán, Bahrein, Botswana, Canadá, Chile, China, Corea del Sur, Emiratos Árabes Unidos, Estados Unidos de América, Guinea Ecuatorial, Irán, Irlanda, Kuwait, Libia, México, Noruega, Nueva Zelanda, Qatar, Rusia, Singapur, Timor Oriental, Trinidad y Tobago, Arabia Saudita, Omán y Vietnam. La OCDE y el Banco Mundial participan como observadores permanentes.

⁶⁷ IWG-WSF, op cit, p. 4

⁶⁸ IWG-WSF, op cit, p. 5

finances and achieve macroeconomic stability, and in supporting high-quality growth. SWFs also bring substantial benefits to the global markets.

Their ability in many circumstances to take a long-term view in their investments and ride out business cycles brings important diversity to the global financial markets, which can be extremely beneficial, particularly during periods of financial turmoil or macroeconomic stress.”⁶⁹

Estructura de los Principios y Prácticas Generalmente Aceptados – “Principios de Santiago”

Para conocer en parte como los PPGA tratan de regular a los FSIs, mostramos a continuación las tres áreas que los FSIs deberían tener cubiertas:

i) marco legal, objetivos y coordinación con las políticas macroeconómicas (principios 1-5): establecer un marco institucional, especificar los objetivos de inversión, la coordinación de las actividades del fondo con las instituciones internas, la formulación de estrategias de inversión para que éstas sean adecuadas y congruentes con los objetivos de política macroeconómicas de los Estados propietarios y la publicidad de sus reglas, fuentes y estadística.

ii) marco institucional y estructura de gobierno (principios 6-17): definir una estructura de gobierno racional que separe las funciones de los gerentes, quienes seguirán estándares éticos en sus actividades, del(os) órgano(s) de gobierno y la dirección para facilitar la independencia operativa de su gestión, a fin que las decisiones y operaciones de inversión no sufran influencias políticas; además, de ser auditados bajo estándares internacionales reconocidos y publicar reportes anuales.

iii) marco de gestión del riesgo y de la inversión (principios 18-24): tener una política de inversión bien definida y acorde con sus objetivos, tolerancia de riesgo y estrategia de inversiones. Estas deben poner de manifiesto el compromiso del fondo con un plan y prácticas de inversión disciplinados con base en bases económicas y financieras. Asimismo, comprometerse a no aprovecharse de la información privilegiada o de la influencia que tuviera en el gobierno ante su competencia.

⁶⁹ Grupo Internacional de Trabajo de los Fondos Soberanos de Inversión. Ibid, p. 3.

Podemos concordar que a partir de la comparación de estos principios con las características actuales de los FSIs (Ver Capítulo II, 2.2) respecto a la organización, administración de las inversiones y gestión del riesgo que los Principios de Santiago han tratado de mostrar las normas o estándares mínimos que los Estados ya venían realizando, los que consideramos logran el objetivo de transparencia.

3.2 Regulaciones Nacionales frente al Ingreso de Inversiones de Fondos Soberanos de Inversión⁷⁰

Los Estados, por su poder soberano, tienen potestad de regular y controlar el ingreso de inversiones extranjeras. También, se reconoce el derecho de proteger su seguridad nacional a través de la promulgación de normas y políticas relacionadas con actividades que serán realizadas en sus territorios. Con esas medidas, los Estados pueden afectar significativamente intereses extranjeros.

Estas medidas proteccionistas aumentaron en ciertos países después de la crisis del 2008, ante el temor de que algunas empresas fueran adquiridas por FSIs de otros Estados, al percibirse esta situación como una pérdida de soberanía a la que era necesario actuar en defensa de los intereses nacionales. Como lo expuso el Presidente de Francia Nicolás Sarkozy *"I wouldn't want to see European citizens wake up in a few months and discover that a European company is owned by non-European investors who bought at a rock-bottom price"*⁷¹

En ese sentido, se debe aclarar las medidas que los Estados tendrían potestad de adoptar contra las inversiones de los FSIs. Estas son:

- **Restricciones a la Entrada de Inversiones de FSIs**

A partir de la recesión global del 2008 y sus consecuentes efectos en la economía de varios países occidentales, muchos de ellos establecieron barreras de entrada contra la aparente amenaza proveniente de las inversiones de los FSIs del Medio Oriente, como el caso Italia (Ver Capítulo III, 3.2.2).

⁷⁰ Lee, op cit, pp. 1129-1134.

⁷¹ Fouquet, Helene y Neuger, James, "Sarkozy Calls for EU Funds to Buy Cut-Price Shares". Citado por Lee, op cit, p. 1116.

- **Compromisos específicos exigidos por jurisdicción interna**
Los reguladores de muchos países receptores pueden requerir a los FSIs restringirse a adquirir derechos de control, administración u cualquier otro rol en el gobierno de una corporación relevante. Un ejemplo se puede ver en el caso de las inversiones de Temasek en Merrill Lynch donde tuvo que adoptar un compromiso en ese sentido.

- **Excepciones de “bienestar público” previstas en los Tratados Bilaterales de Inversión o en el derecho interno**
De conformidad con los Tratados Bilaterales de Inversión o la legislación nacional, un país receptor puede generar restricciones, limitaciones y hasta medidas de expropiación indirecta por objetivos considerados legítimos para salvaguardar su bienestar (salud, seguridad pública y el medio ambiente).

- **Expropiación de Inversiones de FSIs**
Algunas medidas como las restricciones a las transferencias, imposiciones de términos específicos que afectan los derechos normales de los accionistas de los FSIs pueden devaluar significativamente sus inversiones, por lo que resultarían en una expropiación indirecta por parte del país receptor.

3.2.1 Regulación de la Unión Europea para los Fondos Soberanos de Inversión⁷²

Antes de iniciar con las regulaciones nacionales quisiéramos desarrollar el caso de la regulación de la Unión Europea que tiene el carácter similar al de las organizaciones internacionales anteriores (*soft law*). Este es considerado un código de conducta con el cual se busca incrementar la transparencia, predictibilidad y la responsabilidad de los FSIs que invierten en la U.E.

El código de ética de la UE se basa en cinco principios:

1. Compromiso de un ambiente de apertura a las inversiones tanto en la UE como en el exterior, incluyendo a los países del tercer mundo que operan FSIs;

⁷² Linberg, Seth Robert. Sovereign Wealth Fund Regulation in E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review within the E.U. En: Syracuse Journal of International Law and Commerce, Vol 37, 95, pp. 95-126

2. Apoyo en el trabajo multilateral, a las organizaciones internacionales como el FMI y la OECD;
3. Uso de las legislaciones existentes en la UE y a nivel de los Estados miembros;
4. Respeto a las obligaciones de los Tratados de la Comunidad Europea y compromisos internacionales, como los de la OMC; y,
5. Proporcionalidad y transparencia.

Estos códigos de conducta también fueron establecidos con el fin de prevenir *“an uncoordinated series of national responses that would fragment the internal market and damage the European economy as a whole”*⁷³. A pesar de ello, algunos de sus miembros han considerado que esta aproximación es incompleta y no lo suficientemente protectora, por lo que ha generado algunas regulaciones nacionales como la de Alemania, muy parecida a la americana, y la de Italia.

Regulación de Italia para los Fondos Soberanos de Inversión⁷⁴

En octubre de 2008, se constituyó en Italia el comité de intereses nacionales con el fin de establecer normas que regulen las inversiones provenientes de FSI. En general, los FSI están prohibidos de comprar más de 5% de compañías italianas individualmente.

La limitación se extiende a todos los sectores, es decir no diferencia a los sectores considerados como estratégicos. Además, la restricción porcentual es preventiva en naturaleza, lo que contradeciría la legislación existente que controla la inversión extranjera con el objetivo general de proteger los intereses nacionales.

Teniendo en cuenta que esta barrera tiene como objetivo preservar el estatus financiero y otros intereses más no la seguridad nacional; se estaría desestabilizando las reglas de competencia de mercado y violando provisiones de los Tratados Bilaterales de Inversión, así como de los Acuerdos de Libre comercio que protegen a las inversiones extranjeras en los países receptores bajo los principios de trato nacional y nación más favorecida.

⁷³ Linberg, op cit, p. 107.

⁷⁴ Lee, op cit, p. 1131

3.2.3 Regulación de los Estados Unidos de América para los Fondos Soberanos de Inversión

En los EE.UU. se ha establecido una legislación proteccionista contra el posible ingreso de inversión a través de un FSI proveniente de los países considerados como peligrosos para su seguridad nacional. A través de la Ley Exon-Florio de 1988, enmendada en el 2007 por la Foreign Investment and National Security Act – FIUS⁷⁵ es que a través de su comité (CFIUS) coordina la presentación y examen voluntario de las inversiones de entidades extranjeras, que incluye a los FSIs que involucran temas de seguridad nacional.

*“The CFIUS process governs any merger, acquisition or takeover that is proposed ... by or with any foreign person which could result in foreign control of persons engaged in interstate commerce in the U.S. and focuses on investments that may have a security impact on critical infrastructure”.*⁷⁶

Se debe de tener en cuenta que al relacionar las inversiones con la política, se encontrarán distintas posiciones sobre el origen de una misma inversión dependiendo del momento en que ésta se dé. En el caso de la política exterior de los EE.UU. sólo algunas inversiones son observadas con temor, ya que los Estados de donde provienen son vistos como rivales, caso de China y Rusia, o porque proceden de países islámicos, como es el caso de Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán y Arabia Saudita, muy conectados en su conciencia a la experiencia del ataque del 11 de septiembre.⁷⁷

Sobre el caso del **FSI de China**, este se explica porque *“China represents the primary national security threat that most have in mind when discussing the negative consequences of SWF investment. As an economic and political rival that will likely surpass the United States within the next few decades in both these spheres of influence, China is seen as a threat not just U.S. security interests, but to U.S. exceptionality and indispensability.”*⁷⁸

Sin embargo, aunque desde 1988 la CFIUS ha recibido miles de notificaciones de intentos de compras de empresas americanas sólo se han investigado algunas

⁷⁵ Publicada L. N° 110-49, 121 Stat. 246 y codificada en 50 U.S.C app. 2170 (West Supp. 2008).

⁷⁶ Foreign Investment and National Security Act of 2007, codificado como: 50 U.S.C.A app. 2170 (a) (2000)

⁷⁷ Ibid, p. 1208.

⁷⁸ Ibid, p. 1210.

pocas y solamente una se ha bloqueado. Este fue el intento de compra de una empresa privada de manufacturas que producía partes de aeronaves por la Empresa de Tecnología de Aviación de China. Asimismo, sólo una adquisición de un FSI fue oficialmente bloqueada por las regulaciones americanas, el 2005 en Dubái, al obligar a un representante de los Emiratos Árabes Unidos (E.A.U) a retirar la oferta de compra por la compañía británica P&O que controlaba seis principales puertos del Este de los EE.UU.⁷⁹

Esta postura ha mostrado una cara muy distinta luego de la crisis del 2008. Por ejemplo, hubiera alarmado a los americanos en igual sentido que lo hizo con el intento de adquisición de los puertos; la compra de 4.9% acciones de Citigroup por el Abu Dhabi Investment Authority (FSI de E.A.U.) por US\$ 7,500 millones, convirtiendo a este fondo y al Príncipe Walid bin Talal en los principales accionistas individuales de Citigroup.

De esa manera, al permitirse la adquisición de acciones de Citigroup, la crisis del 2008, con su consecuente necesidad de liquidez en las instituciones financieras de occidente, disminuyeron estos temores y mostraron la cara positiva de los FSIs.

3.3 El Régimen de las Inmidades para las entidades representantes del Estado

En el siglo XIX, se rechazaba el enjuiciamiento a los Estados extranjeros en función de la inmunidad de jurisdicción de los mismos, esto se fundaba en el carácter de actos públicos que tenían las acciones impugnadas. Sin embargo, desde principios del siglo XX, con la diversificación de las acciones de los Estados hacia las actividades económicas, se tuvo que hacer la distinción entre las actividades realizadas por el Estado como privado (actos *jus gestionis*) y las que realiza como gobierno (actos *jus imperii*).⁸⁰

De esa manera, las últimas no podrían ser juzgadas por jurisdicciones extranjeras ya que gozarían de inmunidad de jurisdicción.⁸¹ Cahier nos mostrará lo que sucedía en Europa:

⁷⁹ Linberg, op cit, p. 105.

⁸⁰ Novak, Fabián. Derecho Internacional Público. Cap. IV: Competencias territoriales de los Estados, p. 262.

⁸¹ La doctrina entiende a la inmunidad de jurisdicción como "*le droit des Etats souverains d'être soustraits à l'exercice du pouvoir de décision des juridictions d'un autre Etat souverain*". La inmunidad de un Estado

“En ciertos Estados europeos, la práctica y la doctrina se orientan hacia una distinción entre los actos realizados *jure imperii*, es decir en el ejercicio del poder público para los cuales se justifica la inmunidad de jurisdicción, y aquellos *jure gestionis*, es decir los realizados como una persona privada y que, por tanto, no tienen mérito para tal inmunidad.”⁸²

Por otra parte, en el siglo XX, el liberalismo económico y la progresiva intervención del Estado en campos antes reservados a los particulares, como el comercio exterior y las actividades económicas erosionó la teoría de la inmunidad absoluta⁸³ con la aparición de numerosas legislaciones nacionales en materia de la inmunidad soberana restringiéndola y estableciendo situaciones en donde el Estado no mantendría la inmunidad.⁸⁴

Por ejemplo, se dictaron las leyes en los EE.UU. (*Sovereign Immunities Act* de 1976), el Reino Unido (*Sovereign Immunities Act* de 1978), esta última fue replicada en la legislación de muchos Estados de la Commonwealth; y la Convención europea de 1972 sobre la Inmunidad de Jurisdicción de los Estados, cuyo artículo 15° enumera cuando procede el principio de la inmunidad y sus respectivas excepciones, como son: la renuncia, la reconvencción y cuando el Estado participa en una sociedad bajo una sucursal o su establecimiento principal.

Así, se darían diferencias en las legislaciones de varios Estados que desarrollarían la esfera de protección de la inmunidad influenciados por una serie de situaciones jurídicas. Estas se podrían establecer en cinco escenarios que marcarían la evolución de la concepción del Estado como actor económico similar al de un privado⁸⁵:

1. La extensión de la legislación nacional que hizo a los actos ilícitos de los gobiernos, producto de contratos o de responsabilidad civil, sujetos de la ley nacional para casos civiles. Así, desde 1863, EEUU había sido receptivo a las

extranjero tiene antecedentes en el reconocimiento del estatus dignificado del monarca (*jus coronae*). De esa manera la inmunidad del Estado deriva de la inmunidad personal que disfrutaba la cabeza del Estado y sus representantes, es decir, embajadores y otros emisarios diplomáticos. En: CAHIER, Phillippe. *Changements et continuité du droit international*. En: *Reueil des Cours de l'Academie de Droit International de la Haya*, 1985 – VI, tomo 195. *Cours general de droit international public*, p. 112.

⁸² Cahier, P., ob cit, p. 113.

⁸³ Pastor Ridruejo, José. *Curso de Derecho Internacional Público*, Madrid: Tecnos, p. 476. Citado por Novak. Ob cit, p

⁸⁴ Cahier, Ob cit., pp. 115-116.

⁸⁵ Trooboff, Peter, Ob cit., p. 266.

demandas por incumplimiento de los contratos en la *Court of Claims* y en 1887, las cortes federales para las demandas si la suma era mayor a US\$ 10,000.

2. El crecimiento en las transacciones comerciales entre las naciones que acompañaron la revolución industrial llevó a muchos Estados a estar activamente comprometido en transacciones comerciales. En 1932, el doctor Jessup indicaría en un artículo en *Harvard Research*:

*The State has more and more assumed the control of various activities which were formerly left to private initiative. The state operation of railways, telegraphs, radio and numerous other enterprises, as well as state monopolies such as those of tobacco, salt, matches and other common articles of commerce, have necessarily brought the state into commercial relationships with private individuals and have accordingly resulted in numerous litigations which have been brought before the courts of many states. National courts have been slow to break away from the traditional conceptions of state sovereignty, independence and equality, but gradually the demands of justice and the necessities of the situation have been reflected in a growing tendency in the jurisprudence of many countries to emphasize the basic rule itself.*⁸⁶

3. La racionalidad que indicaba que permitir que la aplicación de la inmunidad tenuemente en el caso de la actividad en transacciones comerciales de los Estados parecía la mejor opción. Así lo indico Lord Wilberforce en el I Congreso del Partido:

*“To require a state to answer a claim based upon such transactions does not involve a challenge to or inquiry into any act of sovereignty or governmental act of state. It is, in accepted phrases, neither a threat to the dignity of that States, nor any interference with its sovereign functions.”*⁸⁷

4. Los Estados empezaron a renunciar a la inmunidad regularmente como una condición para entrar en las transacciones en las que tuvieran interés realizar. Uno de los casos más comunes fueron las transacciones de deuda pública, las que no eran aceptadas sin dicha renuncia.
5. La falta de confianza que generaba la aplicación de la doctrina de inmunidad absoluta en casos particulares. Ya que si bien de acuerdo a la doctrina de

⁸⁶ Citado por Trooboff, Peter, Ob cit., p. 266-267.

⁸⁷ Citado por Trooboff, Peter, Ob cit., p. 267.

inmunidad soberana no se elimina la responsabilidad legal del Estado extranjero, su aplicación puede ser a menudo equivalente a negar un remedio a la parte perjudicada. Ello se observó en los EEUU donde varios casos notables ocurrieron donde las partes sujetas a un daño por un Estado extranjero no tuvieron acceso a los juzgados por razones totalmente desconectadas a las sustancia de las causas de acción. Así, este problema fue presentado por Lord Wilberforce en el I Congreso del Partido al indicar *“It is necessary in the interest of justice to individuals having (commercial, or other private law) transactions before.”*⁸⁸

Ante estos cambios el profesor James Crawford, encargado de la Comisión de Reforma de la ley australiana concluiría que *“the rule of absolute immunity no longer exists (if it ever did) as a rule of general international law”*⁸⁹.

3.3.1 Regulación de las Inmunidades soberanas para los bancos centrales

Si bien hemos podido desarrollar como la teoría de las inmunidades se ha flexibilizado distinguiendo que las entidades estatales que realizan actividades comerciales no reciben más inmunidades, pero quisiéramos desarrollar el caso especial de los BCs.

Los BCs son instituciones estatales que realizan actividades lucrativas y, que por ello, no deberían tener inmunidad, sin embargo, la inmunidad de los BCs es reconocida en todo el mundo por su sola condición de institución estatal que brinda un servicio público. Como bien señala Monteagudo:

*“Los privilegios del poder público otorgados a los bancos centrales no tendrían nada de singular si consideramos simplemente que estas instituciones, siendo autoridades del Estado, brindan un servicio público. Sin embargo, un banco central interviene en los mercados de capitales a través de sus operaciones de open market, y lo hace en competencia con otros participantes de los mercados bancarios y financieros que no tienen, a diferencia de este, privilegios de inmunidad o de acceso a la información.”*⁹⁰

⁸⁸ Citado por Trooboff, Peter, Ob cit., p. 268.

⁸⁹ Citado por Trooboff, Peter, Ob cit., p. 272.

⁹⁰ Monteagudo, ibid, p. 258.

El mismo autor⁹¹ nos menciona algunas legislaciones nacionales que mantienen las inmunidades de los BCs, como la antes mencionada *Sovereign Immunities Act* de 1976 de los EE.UU, sección 1611 (b) (1), que prevé que los bienes de un Estado extranjero gozarán de la inmunidad si “*the property is that of a foreign central bank or monetary authority held for its own account, unless such bank or authority, or its parent foreign government, has explicitly waived its immunity (...)*”.

En forma similar pero con mayor precisión la legislación del Reino Unido, *Sovereign Immunities Act* de 1978, en su sección A.I.15, indica que “*Property of a State’s central bank or other monetary authority shall not be regarded for the [comercial] purposes*”.

Finalmente, la *State Immunity Act* de Canadá de 1985 señala “(4) *property of a foreign central bank or monetary authority that is held for its own account and is not used or intended for a commercial activity is immune from attachment and execution*”⁹². Por lo que los bienes de un BC son inembargables mientras no sean usados dentro de una actividad comercial.

Entonces, con estas normas se estaría tratando de ofrecer protección adicional a los bienes tradicionalmente soberanos como son los propios de los BCs extranjeros; ya que se entiende la gran importancia de sus funciones en la economía global, es decir, el asegurar que los mercados de divisas sean estable y que se pueda dar la prestación de asistencia de emergencia, especialmente, en tiempos de crisis financiera.⁹³

3.3.2 Regulación de las Inmunidades para los Fondos Soberanos de Inversión

Sólo resta determinar cómo se le debe de tratar a un FSI dentro de los parámetros de inmunidad. Debido a sus distintos tipos, formas de inversión y objetivos buscados que hace a cada uno de los FSIs particularmente distinto de otros, Bassan⁹⁴ generó un método que analiza cinco elementos:

⁹¹ Monteagudo, *ibid*, p. 263.

⁹² State Immunity Act (R.S.C., 1985, c. S-18)

⁹³ Too Sovereign to Be Sued: Immunity of Central Banks in Times of Financial Crisis. En: Harvard Law Review, 2010, vol. 124, p. 550.

⁹⁴ Bassan, *op cit*, pp. 111-114.

1. **Estructura legal, Gobernanza y Rendición de Cuentas:** aquí se analiza el grado de independencia del FSI en la relación con un Estado, con una de sus instituciones o con una empresa estatal. Se debe diferenciar los fondos por incorporación, es decir, que son parte de un Estado o que tienen personalidad legal independiente; y su administración que puede ser por el gobierno o por una agencia estatal independiente.
2. **Objetivos:** comercial o soberano del FSI. Los objetivos deben estar directamente relacionados con el ejercicio de la soberanía del Estado o al menos con el ejercicio de las funciones públicas.
3. **Practica Financiera:** ante la ausencia de normas o estatutos, las prácticas para determinar el financiamiento y los derechos especiales de giro que dependen de los fines del FSI.
4. **Naturaleza de la Inversión:** Concerniente a la inmunidad de jurisdicción. En general, las acciones realizadas por los FSIs son de naturaleza comercial (*iure gestionii*) sin inmunidad, Sin embargo, también se debe observar que los FSIs son una entidad por las que a través de ellas los Estados recuperan la completa soberanía económica internacional y persiguen propósitos típicamente soberanos (*iure imperii*). En este situación, la inmunidad se otorga sólo cuando un Estado actúa: i) en el exterior como una entidad internacional; ii) en su propio territorio con el imperio de las leyes; y, iii) llevando a cabo funciones relacionadas con los objetivos públicos e institucionales.
5. **Objetivos de sus bienes:** Concerniente a la inmunidad de ejecución. Se observa la finalidad de los bienes de los FSIs que es económica, es decir, obtener mayores beneficios. Sin embargo, no se puede obviar que el último objetivo de un FSI, como entidad pública y soberana, es perseguir metas soberanas.

A pesar de las dudas que se podrían generar, en la doctrina, ha quedado establecido el parámetro de la funcionalidad para brindar la inmunidad. Por ello, al tener una función comercial, sujetos como los FSIs no podrían tener inmunidad en los Estados donde realicen sus inversiones. A esta misma conclusión arriba Sornarajah quien nos brinda también un ejemplo al respecto:

*“The Government of Singapore Investment Corporation Private Limited is a body established by the government to manage its foreign reserves. It is an example of SWF. Its status in international law can be taken to be akin to state entities that operate as monopolies within specific sectors. **Since it performs a commercial function, it must***

*be taken to be performing commercial acts and its linkage with the government does not provide it with any immunity. (...) It enjoys no special privileges by being linked to the government. It must operate as any private entity would simply because of the fact that it performs a commercial function. (...).*⁹⁵(Resaltado nuestro)

3.4 Responsabilidades y Protección de los Fondos Soberanos de Inversión

Otra pregunta que nos hacemos es cómo se puede responsabilizar y proteger a las inversiones de los FSIs de acuerdo a los Acuerdos Internacionales de Inversión suscritos y/o por las legislaciones nacionales.

3.4.1 Responsabilidades y Protección de los Fondos Soberanos de Inversión en los Acuerdos Internacionales de Inversión

No existen casos aún que resulten en infracciones a obligaciones de los tratados a favor de los FSIs. Los recientes tratados, en general, no han considerado a los FSIs. Aún así, consideramos que desde que son operados como una entidad privada, deberían ser tratados como un inversionista extranjero y sujeto a los tratados de protección.

El único tratado moderno que específicamente extiende la protección a los FSIs es “*the ASEAN Comprehensive Investment Agreement*” que fue suscrito en el 2009 y que entró en vigencia el 2012:

“Art. 4 Definitions:

(d) “**investor**” means a natural person of a Member State or a juridical person of a Member State that is making, or has made an investment in the territory of any other Member State;

(e) “**juridical person**” means any legal entity duly constituted or otherwise upon under the applicable law of a Member State, whether for profit or otherwise, and whether privately-owned or governmentally-owned, including any enterprise, corporation, trust, partnership, joint venture, sole proprietorship, association, or organization.”⁹⁶

Por otra parte, dentro de los Capítulos de Inversión en los Tratados de Libre Comercio (TLC) que definen al inversionista también hemos podido encontrar

⁹⁵ Sornarajah, M. Sovereign Wealth Funds and the Existing Structure of the Regulation of Investments. En: Asian Journal of International Law, 2011, 1, p. 272.

⁹⁶ ASEAN Comprehensive Investment Agreement. En: http://www.thaifta.com/trade/ascorner/asean_doc2.pdf

referencias donde los FSIs podrían estar incluidos. Por ejemplo en el TLC entre el Perú y los EE.UU, Sección C: Definiciones, Artículo 10.28: Definiciones, como indica a continuación:

*“inversionista de una Parte: significa una Parte o **una empresa del Estado de la misma**, o un nacional o empresa de la Parte, que intenta realizar, a través de acciones concretas, está realizando o ha realizado una inversión en el territorio de otra Parte; considerando, sin embargo, que una persona natural que tiene doble nacionalidad se considerará exclusivamente un nacional del Estado de su nacionalidad dominante y efectiva.”⁹⁷ (resaltado nuestro)*

En este supuesto que es usado por los EE.UU. en otros TLCs que ha suscrito, se permite que las empresas del Estado parte sean consideradas como inversionista y como se podrá observar en algunos casos presentados en el punto 3.5.3, los FSIs de Singapur son empresas que invierten en otros Estados, por lo que podrían ser consideradas como inversionistas protegidos.

Sin embargo, no debemos olvidar que las inversiones de los FSIs, como cualquier otra inversión protegida, deben de satisfacer el doble control, es decir, estar protegidos de acuerdo al Tratado Bilateral suscrito entre los dos Estados y también por el Convenio por el cual los Estados se someten a la jurisdicción internacional como es por ejemplo el *International Centre for Settlement of Investment Disputes* (CIADI, en español).

3.4.2 Aplicación del Test Salini para las inversiones de los Fondos Soberanos de Inversión

En el marco de los Acuerdos Internacionales de Inversión, debemos analizar si la participación de los FSIs en distintas empresas puede ser considerada como ‘inversión’. Para ello, tomando en cuenta los laudos de las disputas Inversionista – Estado, que aunque se establece que no generan jurisprudencia, estos con frecuencia ciertas exigen ciertos elementos para determinar si existe o no una ‘inversión’ a ser protegida, los que se ha expresado con el cumplimiento del llamado test Salini⁹⁸.

⁹⁷ En: Página oficial de Acuerdos Comerciales.

http://www.acuerdoscomerciales.gob.pe/images/stories/eeuu/espanol/Inversion_limpio.pdf

⁹⁸ Salini Costruttori S.p.A. y Italstrade S.p.A. v. Reino de Marruecos, Caso del CIADI N° ARB/00/4,2001, 6 CIADI Rep. 398 [Salini].

La definición derivada del test de Salini indica que una inversión apta para ser protegida por un Acuerdo Internacional de Inversión. Para ello, se deben de cumplir cuatro elementos constituyentes que aplicados a las características actuales de los FSI's indicadas en el capítulo 2.2 se expresarían así:

- **Contribución**, normalmente los FSI's adquieren un porcentaje menor de acciones a través del mercado bursátil, de alrededor de 5% a 10%, tratando de mantenerse en la minoría y con acciones que no implican la toma de decisión o gestión;
- **Duración de sus actividades**, los FSI's tienen la capacidad de trasladar sus capitales rápidamente hacia proyectos que consideran rentables, lo que también les permite retirarse de ellos prontamente. En un principio, iniciaron sus actividades con inversiones de corto plazo, pero, recientemente algunos FSI's han empezado a realizar inversiones de largo plazo.
- **Riesgo**, los FSI's evitan el riesgo en lo posible a través de su poca contribución y su fácil salida del mercado donde se instalen;
- **Generar Desarrollo Económico del Estado receptor**, hasta la fecha no se les ha reconocido como un medio para incrementar el desarrollo del país receptor pero, ante la reciente crisis, lograron mejorar la economía mundial en general. Así, como antes lo ha indicado la UNCTAD⁹⁹, tendrían un gran potencial a futuro si es que invierten en países en desarrollo.

Con base en estos criterios y a la fecha, un FSI difícilmente satisface los elementos exigidos por la posición de Salini para que sus inversiones sean protegidas, pero teniendo en cuenta los cambios en el tipo de inversiones que realizan, con mayores montos y riesgo, podrían en algunos años cambiar de situación.

Además, no todos los Acuerdos Internacionales de Inversión solicitan estos cuatro criterios y varios eliminan el último elemento del desarrollo, como se puede observar en el Capítulo de Inversiones del TLC entre el Perú y los EE.UU, Sección C: Definiciones, Artículo 10.28: Definiciones que señala:

*“inversión significa todo **activo de propiedad** de un inversionista o controlado por el mismo, directa o indirectamente, **que tenga las características de una inversión**, incluyendo características tales como el **compromiso de capitales u otros recursos**,*

⁹⁹ Ver Capítulo II. 2.4.2

la expectativa de obtener ganancias o utilidades, o la asunción de riesgo. Las formas que puede adoptar una inversión incluyen:

- (a) una empresa;
- (b) **acciones**, capital y otras formas de participación en el patrimonio de una empresa;
- (...)" (resaltado nuestro)

A pesar de esta omisión, consideramos que los FSIs aún no cumplen con el compromiso de capitales u otros recursos y evaden el riesgo. Por lo que sus participaciones no deberían ser consideradas como inversión.

3.4.3 Responsabilidades y Protección de los Fondos Soberanos de Inversión en el Estado receptor

En el caso de la responsabilidad de los FSIs en el Estado receptor, se ha generalizado el criterio del elemento del objetivo de los FSIs por lo que se le identificaría con una institución privada y se llega a la siguiente conclusión:

*"[SWFs] liability would be decided as if they were private actors, notwithstanding their link to governments, simply because they perform entirely commercial functions. Their purpose is to invest funds, even though the funds belong to the government. Their nature is similar to any corporation or entity holding funds for investments."*¹⁰⁰

Y, a pesar que se encuentran algunas excepciones, se confirma esta posición. Así, se indica:

*"Most SWFs are state-owned actors in stated-dominated economies, yet when they go abroad, they claim forcefully to act as if they were private firms."*¹⁰¹

Claro que se debe de considerar que la forma del control y de la responsabilidad se mantendrán a través de la legislación del Estado de acogida. De acuerdo a Sonarajah, *"the basic rule is that foreign investment that enters a state must be subject to the rules that exist in the host state"*¹⁰². Aunque estas no estén muy desarrolladas, se tiene un ejemplo en *Alien Tort Claims Act* de los Estados Unidos y cuyo fin es imputar responsabilidad extra-territorial por agravios cometidos en el extranjero por personas encontradas dentro de la jurisdicción de ese país.

¹⁰⁰ Ibid log cit

¹⁰¹ Gelpern, Anna. Sovereignty, Accountability, and the Wealth Fund Governance Conundrum. En: *Asian Journal of International Law*, 2011, 1, p. 290.

¹⁰² Ibid, p. 276

3.5 ANALISIS DE CASOS REPRESENTATIVOS

Para entender apropiadamente a los FSI debemos de ver algunos ejemplos relevantes de ellos en el mundo. A partir de estos, podremos adquirir modelos a utilizar y conocer los retos en su creación y desarrollo, así como las dificultades atravesadas sobre sus decisiones de inversión.

3.5.1 Noruega: “The Government Pension Fund – Global”¹⁰³

The Government Pension Fund – Global, no es propiamente un fondo de pensiones ya que no obtiene sus ingresos de las contribuciones de las pensiones sino que es un FSI financiado por las sobreganancias de los impuestos del petróleo y el pago por licencias de exploración.

El fondo noruego es el segundo fondo de pensión más grande en el mundo, después del *Abu Dhabi Investment Authority*, con un presupuesto de aproximadamente US\$ 500 mil millones. Ello significa el 1% de todas las existencias de acciones disponibles para la venta en el mundo.¹⁰⁴

Como lo relata Ekel y Amadou¹⁰⁵, el modelo noruego fue resultado de un largo proceso. El primer campo de petróleo fue descubierto en Noruega en 1969 y la producción se inició en 1971. Entre 1973 y 1975, los Ministerios de Finanzas e Industria analizaron la investigación de varios temas, entre ellos, la enfermedad holandesa (*Dutch disease*), el tamaño de las reservas, el ciclo de vida de los campos petroleros y las inquietudes ambientales. En 1983, la primera recomendación que se dio fue colocar las ganancias del petróleo en un fondo y gastar sólo el rendimiento real de los activos acumulados en este (*bird-in-the-hand rule* o *regla de pájaro en mano*), por lo que desde el inicio buscó no ceder a las presiones para gastar pero en cierta manera así lo hizo.

Antes de establecer el fondo, Noruega uso las rentas del petróleo para expandir su sistema de bienestar, así como los servicios públicos y el empleo. En los

¹⁰³ Chesterman, Simon. The turn to Ethics: Disinvestment from Multinational Corporation for Human Rights Violations – The Case of Norway's Sovereign Wealth Fund. En: *American University International Law Review*, 2008, 23, pp. 582-615.

¹⁰⁴ Weiner, Eric J. (2011). *The Shadow Market. How sovereign wealth funds secretly dominate the global economy*, p. 193.

¹⁰⁵ Ekel y Amadou. *The Economics of Sovereign Wealth Funds: Lesson from Norway*, p. 109-111. En: Areski, Thorvaldur Y Amadou (2011) *Beyond the Curse. Policies to Harness the Power of Natural Resources*. Washington D.C: FMI.

años 70's, el gobierno bajó la edad de retiro, incrementó los subsidios a la agricultura, amplió las políticas industriales y redujo los impuestos. No se usaron los ingresos para fortalecer la infraestructura del país ya que ya se había alcanzado un nivel de industrialización adecuado en el mismo.

Finalmente, en 1990, el Fondo del Petróleo del Gobierno de Noruega fue establecido (19 años después de que la producción empezara). En 1996 y 2001, los primeros activos netos les fueron otorgados con la implementación del 4% de la regla de pájaro en mano, es decir que 4% del valor del fondo del petróleo al final del año previo era usado como referencia para decidir cuánto se retiraría del mismo y usarlo para financiar el resto del déficit del gobierno.

Las **finalidades del fondo** noruego están dirigidas a:

1. Obtener estabilidad económica, al evitar las amplias fluctuaciones de las actividades económicas causadas por el sector petrolero, a través de la limitación del impacto de la variable de los ingresos del petróleo en el gasto del gobierno e invertir una parte substancial de éstos en el exterior. Así, el fondo reduce las fluctuaciones y estabiliza el tipo de cambio, y;
2. Generar equidad intergeneracional, al proveer una herramienta para las futuras generaciones de noruegos, por ello, el cambio de nombre a Fondo de Pensiones.

Los resultados de esta política para Noruega y para todo el mundo han sido muy positivos por los beneficios y el impulso que se ha generado a la economía de ese país hasta la fecha, la que se mantuvo aún durante la crisis del 2008.

“One can therefore conclude that adequate structural reforms helped the Norwegian economy take advantage of favorable terms-of-trade shocks to achieve robust economic growth and remain resilient to the global financial crisis. Over the past 20 years, Norway’s income has nearly tripled following positive terms-of-trade shocks.”¹⁰⁶

El modelo noruego debe de considerarse como un buen ejemplo de establecimiento de un FSI, especialmente porque fue una decisión que se tomó luego de mucho estudio y discusión al interior del país. Por lo que se puede ver como un FSI funciona como una herramienta que permite fortalecerse ante los posibles efectos de

¹⁰⁶ Ekeli y Amadou. Op cit, p. 111.

una crisis económica, situación que afecta a todos los países; pero también demuestra como un FSI está hecho prácticamente a la medida de la economía de un país. Por lo que para usar el ejemplo siempre se deberá adaptar sus características de acuerdo a su situación e intereses particulares.

Críticas a los FSI noruegos¹⁰⁷

A pesar de ser considerado como uno de los mejores modelos en el mundo por su organización, forma de operación y tener las mejores prácticas entre estas entidades (transparencia). También, se han encontrado varias críticas porque algunas de sus actividades siguen lineamientos éticos y/o políticos más económicos, es decir que no busca la maximización de las ventajas financieras. Esta contradicción es expresada por Weiner: *“The Petroleum Fund is a test case for whether a nation can spend its capital in a manner that coaxes the rest of the world toward more principled behavior.”*¹⁰⁸

De igual manera es visto por Backer *“The macroeconomic and ethics based actions of Norway’s SWF suggests that Norway is consciously pursuing state policy indirectly through its funds. Investments is clearly meant to Project Norway’s political power by other means, and to move policy in particular directions”*.¹⁰⁹

Se debe indicar que el FSI noruego respeta, en general, los Principios de Santiago que establecen un marco para que sus prácticas de inversión sean justas e impulsen el libre comercio. También, se enfoca en los principios de inversión responsable que se sostienen en los principios ambientales, sociales y de gobernanza corporativa. Finalmente, responde ante un Consejo de Ética con especialistas de economía, derecho, derechos humanos, salud y seguridad; y sigue sus principios expuestos en el documento *“Ethical Guidelines for Investments”*.

Los *Ethical Guidelines for Investments* se basan en dos premisas. Primero, el fondo debe ser manejado para obtener el retorno a largo plazo (propósito económico); y segundo, su primer objetivo debe ser contingente con un número de factores políticos (propósito político), incluyendo desarrollos sustanciales en lo económico, lo ambiental y lo social. De esa manera, el fondo no sólo es usado para proteger e

¹⁰⁷ Chesterman, S. *ibid.*

¹⁰⁸ Wiener, *op cit*, p. 194

¹⁰⁹ Backer, *op cit*, p. 1272.

incrementar el valor del mismo, sino para influenciar en el comportamiento entre los potenciales sujetos de inversión.

Algunos ejemplos de inversiones del FSI noruego con influencia política:

1. **Responsabilidad Social Corporativa:** el fondo noruego defiende los lineamientos de la Responsabilidad Social Corporativa dentro de su inversión estratégica. Por ello, se ha enfocado en algunas áreas del gobierno corporativo y busca efectuar cambios en los medios mediante los cuales otros gobiernos se aproximan a los temas ambientales.
2. **Conflicto Israel – Palestina:** el fondo noruego desapruueba la política israelí sobre Palestina, por lo que ha realizado acciones a través de su fondo para boicotear a las empresas israelíes o a las que hagan negocios con Israel, retirándolas de los portafolios de las empresas donde el fondo invierte. Así, lo indicó Kristin Halvorsen, su Ministro de Finanzas “*We do not wish to fund companies that so directly contribute to violations of international humanitarian law.*”¹¹⁰
3. **Inversión en Myanmar** (ex Birmania). Con una actuación similar a la de Israel, el FSI noruego es contrario a realizar cualquier inversión en este país y/o apoyar a empresas que realicen negocios con él.

Por todo lo expuesto, si bien, no hay duda que el FSI noruego actúa con una capacidad soberana y trata de ejercer influencia en la geopolítica mundial impulsando sus principios; consideramos que ello no significa que se le deba ver como una amenaza mayor que la que puede producir otros grandes inversionistas privados que intervienen también agresivamente en otros temas como los regulatorios.¹¹¹

3.5.2 Fondo Soberano de Inversión de Rusia

Popova¹¹² nos relata la experiencia de Rusia con los FSIs. Rusia es un ejemplo de un Estado con grandes recursos naturales (gas y petróleo) que estableció en tres

¹¹⁰ Weiner, op cit, p. 195.

¹¹¹ Backer, op cit, p. 1280.

¹¹² Popova, op cit, p. 1191.

momentos distintos tres diferentes tipos de FSI: el Fondo de Estabilización, el Fondo de Pensión y el Fondo de Desarrollo. Nosotros analizaremos el primer caso.

El primer fondo que Rusia decidió crear fue el Fondo de Estabilización para el cual siguió el modelo del FSI noruego desarrollado previamente. Sus principales fines fueron: 1) aislar la economía rusa de la volatilidad de los mercados del petróleo proveyendo una fuente de fondos con el que el presupuesto podría estar cubierto en caso de una caída de los precios del petróleo; y 2) absorber la excesiva liquidez y así, reducir las presiones inflacionarias.

La posición general fue a favor de establecer un FSI de acuerdo con los fines expuestos, al considerar que éste podría reducir la inflación y equilibrar su economía de la inestabilidad de los precios del petróleo.

Por otra parte, las posiciones en contra indicaban que un país como Rusia no podía seguir el modelo noruego (país con alto nivel de vida y pocas oportunidades de inversión). Rusia tenía muchos problemas económicos y sociales, estándares de vida bajos para la gran cantidad de la población, bajo desarrollo de algunas regiones y de la infraestructura, pero que generaban grandes oportunidades para la inversión. Por ello, algunos opinaron que los recursos deberían servir para establecer un Fondo de desarrollo cuyo fin fuera el promover el crecimiento en el país en vez de ahorrarlo, así como mantener el gasto interno con el fin de diversificar la economía rusa para reducir su dependencia de los altos precios del petróleo y proveer una fuente estable de retornos.

Para ello, se debería de 1) importar tecnología sofisticada para el cuidado de la salud e instituciones de investigación y educacionales; 2) construir viviendas y fortalecer la infraestructura de Rusia; 3) incrementar salarios y pensiones; y 4) proveer los préstamos a las compañías en industrias estratégicas, incluyendo las empresas estatales.

A pesar de estas críticas, la posición del Ministro de Finanzas de Rusia, responsable de la supervisión del fondo, se mantuvo en la necesidad de tener un fondo que se pueda usar en caso cayera el precio del petróleo y que enfrentará la preocupación inflacionaria que se podría producir gracias a la significativa inversión doméstica.

En el año 2008, el fondo se puso a prueba cuando Rusia fue afectada por la crisis internacional. El precio del barril del petróleo que estaba a US\$ 147 bajó a US\$ 40 en pocos meses. Teniendo en cuenta que el presupuesto ruso estaba basado en la presunción que el precio del petróleo no bajaría de US\$ 78 por barril, Rusia comenzó a hacer uso del Fondo de Estabilización y de otros como el Fondo de Pensiones (National Well Being Fund) – este último hecho fue muy criticado al haberse desviado su uso del objetivo establecido. Ante ello, el Ministro de Finanzas indicó que estos fondos no sólo se usarían para combatir la crisis sino para cubrir gastos corrientes del Estado. Con este exceso de gasto, los fondos se agotaron para el 2009 pero la crisis se mantuvo por algunos años más; y con un menor presupuesto para sus objetivos iniciales, los fondos nunca pudieron cumplir sus metas originales.

El caso ruso puede mostrar la importancia de la elección del tipo de fondo y más aún de su correcta administración y como lo contrario podría generar un impacto completamente contrario al buscado:

“The decision concerning which form of fund to choose should be narrowly tailored to the particular conditions of the country creating the SWF and the goals it wants to achieve.

Russia’s experience with its SWF’s should serve as a cautionary tale concerning the importance of selecting the correct type of fund, because an incorrect choice will undermine the potential impact of the SWF on the economy of the country establishing it.”¹¹³

A ello se debe agregar, la falta de una administración independiente y preparada de los FSI en Rusia, que pudiera responder ante circunstancias críticas. En ese sentido, Popova concuerda al decir *“Finally, not only is it important to choose the correct goal. If economic conditions change, making the stated goal of the fund inadequate, the government should publicly make the corresponding adjustments.”¹¹⁴*

Por otra parte, casos como el del FSI de Omán y el FSI de Abu Dhabi dan cuenta de los beneficios de la buena gestión de un fondo que se ha mantenido bajo sus objetivos iniciales. Estos fondos tiene dos grandes finalidades y que se han podido comprobar que no son contradictorias: 1) estabilizar los desequilibrios económicos (estrategia de acumulación de reservas) y, 2) diversificar la economía (invirtiendo en

¹¹³ Popova, op cit, p. 1205.

¹¹⁴ Popova, op cit, p. 1206.

industrias no vinculadas al petróleo). La importancia de mantener ambos objetivos y saber en qué proporción mantenerlos es la clave para que hayan tenido tanto éxito.

3.5.3 Singapur: Government of Singapore Investment Corporation (GIC) y Temasek Holding (Temasek)¹¹⁵

El modelo de Singapur puede ser visto a través de sus dos FSIs: *Government of Singapore Investment Corporation (GIC)* y *Temasek Holding (Temasek)* y los desafíos que han tenido con algunas de sus inversiones. GIC y Temasek son compañías privadas de completa propiedad del gobierno incorporadas bajo la ley de empresas de ese país (Singapore's Companies Act, Capítulo 50) en 1981 y 1974 respectivamente.¹¹⁶

Desde el 2007, el gobierno de Singapur ha abordado cuestiones como la rendición de cuentas, la transparencia de la información y la independencia de sus FSIs a un mayor nivel. Así, ha indicado frente a las consultas hechas por su Parlamento sobre la posición de las reservas que GIC y Temasek “*operate independently of each other and of the Government with the single objective of maximizing the long-term returns of the portfolios, without any political agenda whatsoever*”.¹¹⁷

Las inversiones de GIC y Temasek en el mundo son importantes, aquí algunos ejemplos:

a) **Inversión en servicios financieros: Citigroup y Merrill Lynch**

En enero 2008, en medio de la crisis económica, GIC adquirió valores de Citigroup por US\$ 6,880 mil millones, teniendo en cuenta que ya tenía activos previamente, en total logró tener 3.7% del capital base extendido. Por su parte, Temasek invirtió en dos ocasiones en Merrill Lynch, primero US\$ 4,400 millones y luego, gracias a su aprobación, adquirió acciones por US\$ 15,300 millones, logrando tener 13.7%.

¹¹⁵ Lee, op cit, pp. 1118-1128.

¹¹⁶ Hasta marzo de 2008, GIC manejaban un capital de más de US\$ 1,000 millones con una tasa de retorno anual promedio de 4.5% sobre la inflación en términos reales. Por otra parte, Temasek tenía un portafolio neto valuado en US\$ 1 340 millones y con un retorno total al accionista por el valor del mercado y fondos de accionistas de más de 18% desde el inicio.

¹¹⁷ Lim Hwee Hua, Vice Ministro de Finanzas, Debates del Parlamento de Singapur, 3 de marzo de 2008. En: Citado por Lee, op cit, p. 1123.

En las operaciones realizadas por los FSIs se aseguró que ninguno tenía deseo de tener derecho de control o un cargo de decisión en esas compañías. A pesar de ello, sobresalieron algunas críticas a estas adquisiciones al señalar que minaban los intereses económicos y de la seguridad nacional.

b) Inversión en Telecomunicaciones en Tailandia: Shin Corp

En enero de 2006, un consorcio de empresas e inversionistas dirigido por Temasek adquirieron 49.6% de Shin Corp, empresa de telecomunicaciones de Tailandia puesta en la bolsa por su primer ministro, Thaskin. Posteriormente, se hizo una compra a través de una oferta de la participación restante, por lo que se terminó adquiriendo el 96% de las acciones por US\$ 3,800 millones.

Pocos días después de la compra, se dio un cambio en la legislación de las telecomunicaciones que regulaban el tope de la propiedad extranjera. Además, salió a la luz que el entonces Primer Ministro Thaskin no requirió el pago de tributos por la venta requeridos por las leyes tailandesas, lo que ocasionó grandes molestias políticas y malestar social. Se acusó a Thaskin de actos de corrupción y manipulación del mercado, lo que resultó en sentimientos nacionalistas contra la venta de Shin Corp. Frente a grandes protestas en Tailandia, un golpe militar retiró del poder a Thaskin en septiembre de 2006 y, posteriormente, Temasek tuvo que vender sus acciones de Shin Corp, pudiendo mantener sólo 42%.

c) Inversión en Telecomunicaciones en Indonesia: PT Indosat y Telekomsel

En Diciembre de 2006, los trabajadores de empresas estatales de Indonesia presentaron un reclamo contra Temasek, señalando que la compañía estaba elevando los costos de las llamadas a través de sus participaciones en dos de las más grandes compañías de telecomunicaciones de Indonesia: Indosat y Telekomsel, donde tenía, a través de subsidiarias, participaciones de 40.8% y 54%, respectivamente. Reclamo que fue retirado.

Utilizando el reclamo, la autoridad encargada de la competencia en Indonesia inició y continuó la investigación, aún después de retirarlo, y dictaminó que Temasek había violado las leyes de anti monopolio. Contrariamente con los descargos hechos de Temasek de cumplir con las normas tailandesas correspondientes, su apelación fue

denegada y tuvo que vender su participación de 40.8% en Indosat a Qatar Telecom por US\$ 1,800 millones.

Con estas tres experiencias de los FSIs de Singapur, se puede notar que el análisis de las estrategias de las inversiones de los FSIs está muy relacionado con el desarrollo de la soberanía de un país que van más allá de la seguridad nacional, sino que se extienden sobre todo el ámbito económico.¹¹⁸ Las respuestas de los Estados que reciben inversiones de los FSIs, más aún si son vecinos, pueden ser muy negativas si estos sienten que su economía o su seguridad nacional se ve afectada, hasta llegar a disminuir o expulsar la inversión del FSI.

3.5.4 Fondos Soberanos de Inversión en Chile

En Chile, el cobre representa aproximadamente el 16% de los ingresos fiscales. Específicamente, 10% del ingreso es de las ganancias del cobre por CODELCO, de propiedad del Estado, y 6% de las ganancias de los tributos a las compañías mineras privadas. Ello muestra el hecho que el uso de las exportaciones de cobre de Chile no ha generado la diversificación económica y que se pueda decir que *"copper drives the Chilean economy"*.¹¹⁹ Pero todo ello, no le ha impedido a la economía chilena crecer en los últimos años, aún durante la crisis.

Desde el 2006, y cómo se ha venido señalando previamente, Chile como otros países en el mundo ha establecido y utilizado sus FSIs como una importante herramienta de su política económica, especialmente, en la política fiscal.

Chile tiene dos FSIs creados con propósitos distintos: el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES). Ambos tienen su administración bajo el Banco Central de Chile, a quien fue delegada por el Ministro de Hacienda debido a su prestigio y experiencia en el manejo de las reservas internacionales. Además, tiene un Comité Financiero, compuesto por seis expertos que asesoran en la definición de la política de inversión de los fondos.

El Ministerio de Hacienda no se ha desligado de la administración de estos FSIs, sino que a través de la Unidad de Fondos Soberanos, en su interior, brinda

¹¹⁸ Para estos casos se debe de hacer notar la gran rivalidad que existe en la región del Sudeste asiático entre Indonesia, Tailandia y Singapur.

¹¹⁹ Frankel, How can Commodity Exporter Make Fiscal and Monetary Policy Less Pro-cyclical?. En: Arezki, op cit, p. 175.

apoyo en las actividades relacionadas con la inversión de los fondos. Para la presente investigación, nosotros desarrollaremos el caso del Fondo de Estabilización.

Fondo de Estabilización Económica y Social¹²⁰

El Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) fue constituido el 6 de marzo de 2007, con un aporte inicial de US\$ 2.580 millones. De éstos, US\$ 2.563,7 millones correspondían al saldo del antiguo Fondo de Estabilización de los Ingresos del Cobre, que concluyó su operación refundiéndose en este último.

El principal objetivo del FEES es contribuir a la estabilidad macroeconómica y a financiar ciertos pasivos contingentes. Así, está hecho para financiar las obligaciones previsionales del fisco hacia los sectores más desposeídos y realizar amortizaciones de la deuda pública, contribuyendo a que el gasto fiscal no se vea mayormente afectado por los vaivenes de la economía mundial y la volatilidad de los ingresos que provienen de los impuestos al cobre y otras fuentes. Por ejemplo, ante eventuales ciclos adversos de la economía que afecten los ingresos del fisco, el presupuesto podría financiarse en parte con los recursos del FEES sin la necesidad de acudir al endeudamiento.

El mecanismo de financiamiento del FEES funciona así. El FEES obtiene ingresos cada año producto del saldo positivo resultado de restar al superávit fiscal efectivo los aportes al Fondo de Reserva de Pensiones y al Banco Central de Chile, de acuerdo a lo establecido en la Ley de Responsabilidad Fiscal, descontando cuando corresponda las amortizaciones de deuda pública y los aportes anticipados realizados el año anterior.

Política de Inversión¹²¹

Conforme al objetivo del FEES, la política de inversión busca maximizar el valor acumulado del fondo para cubrir parcialmente las caídas cíclicas en los ingresos fiscales, sujeto a un bajo nivel de riesgo, es decir, mantiene una gran aversión al riesgo. Por ello, la selección de un portafolio de inversión de alta liquidez, bajo riesgo

¹²⁰ Página Oficial del Ministerio de Hacienda de Chile. En: <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/acerca-de-los-fondos-soberanos.html> (Revisado el 10.11.12)

¹²¹ Ibid. En: <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-estabilizacion-economica-y-politica-de-inversion.html> (Revisado el 10.11.12)

crediticio y baja volatilidad, que permita disponer de los recursos para financiar los déficits en forma oportuna y evite incurrir en pérdidas significativas del valor del fondo.

En ese sentido, el FEES tiene una composición estratégica de activos consistentes en: 30% en instrumentos del mercado monetario (15% en depósitos bancarios y 15% en letras soberanas), 66,5% en bonos soberanos (nominales) y 3,5% en bonos soberanos indexados a inflación, con una composición de monedas de 50% en dólares, 40% en euros y 10% en yenes (Ver anexo 9).

Beneficios de la Política Fiscal

De acuerdo a algunos autores¹²², la política de balance estructural chilena permitió la reducción de la volatilidad del PBI de ese país en un tercio entre 2001-2005, y ello habría desencadenado en otras buenas cifras.

Entre los años 2000-2005, los ahorros públicos pasaron de 2.5% a 7.9% del PBI, permitiendo que las reservas nacionales se ampliaran de 21% a 24%. Como resultado, la deuda del gobierno central chilena cayó rápidamente y el spread soberano disminuyó gradualmente. Para el 2006, Chile había logrado el rating por Standard and Poor de deuda soberana de “A”, el mejor de América Latina. Y, ya para el 2007, Chile se convirtió en acreedor neto. En junio de 2010, su rating se elevó a “A+”, superando a países desarrollados.¹²³

Con ello, se demuestra como una buena elección y administración de un FSI puede mejorar a la economía de un país.

3.5.5 Fondo Soberano Brasileño¹²⁴

De acuerdo a Siqueira, la economía brasileña tiene como el resto de economías sudamericanas una tendencia a la volatilidad y a la crisis. Hasta los años 90's, sufrió de serios desbalances macroeconómicos, hiperinflación y un crónico déficit del presupuesto. En los años 90's, esta situación cambió con el establecimiento de un plan de estabilización monetaria “Plan Real” y la mejora del gasto público; que dieron

¹²² Larrain y Parro, “Chile Menos Volatil”, 2006, Santiago: Banco Central de Chile. Citado en: Frakel, op cit, p. 176.

¹²³ Frakel, op cit, p. 176.

¹²⁴ Siqueira, Marcos L. (2008), Uncovering Hidden Wealth. Making the Most of Brazil's Sovereign Wealth Fund, Harvad University, p. 20.

las bases para la estabilización económica. Y, desde 1999, Brasil obtuvo superávit fiscal y pudo controlar la volatilidad en ese año y hasta el 2002. Para el 2008, Brasil operaba con 3.8% del PBI de superávit, mantenía un crecimiento del PBI y aumentaba sus reservas.

Ante el buen panorama económico, pero notando que el país aún debía protegerse ante los shocks externos por la inestable situación económica mundial, se dio la iniciativa de crear un FSI, cuyo primera finalidad sería fortalecer la competitividad de las empresas del país a nivel internacional. La iniciativa se plasmó en el establecimiento del Fondo Soberano Brasileño (FSB) con el 0.5% del superávit del PBI (R\$ 14,200 millones).

Objetivos del FSB

De esa manera, Ley N° 11.887 del 2008 se estableció el FSB, con los siguientes objetivos: i) mejorar el rendimiento y ayudar a la expansión de las compañías brasileñas; ii) reducir la demanda agregada y controlar la inflación; iii) financiar a las compañías a través del financiamiento del BNDES; iv) financiar a los importadores de productos brasileños en el exterior; v) intervenir en los mercados de cambio; y vi) mejorar el uso de las reservas de moneda extranjera del Brasil.

Dentro de dichos objetivos, los principales buscarían que el FSI fuera usado como medida fiscal contracíclica. Malta de Tolla citando al Ministro de Hacienda de Brasil Guido Mantega en 2008, lo definió como “(...) un ahorro que se realiza en tiempos de vacas gordas para un momento de vacas flacas (...) Un día, cuando la actividad económica retroceda tendremos recursos para prevenir la desaceleración que la economía muestre.”¹²⁵ Y ello se podría complementar con la reducción del riesgo de pago (default risk) “Because a SWF could potentially insulate an amount of cash from political claims until times of distress while simultaneously reducing default risk.”¹²⁶

Otro objetivo importante del FSB es que sería una herramienta para promover el fortalecimiento del sector empresarial brasileño, exportadores e importadores. Actividad en la que el gobierno brasileño ya ha venido participando a través del Banco Brasileño de Desarrollo (BNDES); y se ha indicado que una manera de apoyo del FSB

¹²⁵ Siqueira, M. op cit, p. 21.

¹²⁶ Siqueira, M. op cit, p. 23.

a las empresas brasileñas sería comprando deuda del BNDES, lo que sería como pagar la deuda pública, ya que el presupuesto del BNDES está inmerso bajo el del gobierno central.

Finalmente, permitiría promover inversiones en bienes en Brasil y en el exterior; y promover proyectos de naturaleza estratégica fuera del Brasil.

Financiamiento del FSB

El FSB tiene tres fuentes de financiamiento. Primero, recursos del Presupuesto General como se ha establecido, lo que incluye los que ocurrirían de la emisión de deuda pública. Segundo, acciones financieras de las empresas estatales que excedan las necesarias por el gobierno para mantener el control. Tercero, reteniendo ganancias producto de las inversiones del mismo fondo.

Toma de Decisión y Estructura del FSB

El FSB está manejado por un Consejo conformado por el Ministro de Finanzas, el Presidente del Banco Central y el Ministro de Planificación, Presupuesto y Gestión quienes son responsables por la determinación de los roles y las directrices de inversión

En el ejercicio de sus finalidades, el FSB creó el Fondo Fiscal de Inversiones e Estabilização (FFIE), con los siguientes objetivos: i) formación de excedentes de ahorro público con el superávit primario; y ii) absorber las fluctuaciones de los ciclos económicos. El FFIEG tiene las características de ser un fondo privado operado por una institución financiera del gobierno federal y con un patrimonio separado.

Por su parte, el FSB se encarga de realizar las compras de bonos y títulos representativos de los activos financieros, con sujeción a los parámetros de riesgo y de invertir en las cuotas de FFIE en proyectos aprobados y que deben tener una rentabilidad mínima equivalente a la tasa Libor. Para mayor gráfica de esta sección ver anexo 9.

Para Siqueira, las características de gobierno del FSB con la participación de dos ministros y del banco central no son propicias y por el contrario el FFIE por su independencia permitiría realizar las actividades que el fondo buscar hacer.

(...) we believe direct investments by the Ministry of Finance would be less insulated from political pressure. To be effective in playing the role of risk manager and liquidity facility, the fund's structure must restrict the ability of future administrations to misallocate the fund's resources to other goals. (...) Fortunately, the current set up of the FSB does provide an indirect channel for investments through the FIFE. To the extent that FIFE's guidelines are well-targeted, clear and transparent, the government would mitigate the risks of mismanagement or misappropriation of funds.¹²⁷

Recomendaciones

El análisis del caso del el FSB, nos presenta algunas recomendaciones que se podrían considerar en el análisis de establecimiento de cualquier otro FSI¹²⁸. Estos son:

- **Mantener el principal objetivo** de ser un seguro ante condiciones adversas, reducir la volatilidad en las cuentas fiscales y reducir el riesgo de pago, es decir buscar mantener la liquidez del mercado.
- **En el ámbito de su gobierno y estructura**, para mantener a su Consejo independiente, sus normas internas deben estar determinadas por el Presidente y aprobadas por el Congreso, además de mantener un monitoreo externo por agencias independientes del exterior. El Consejo debe tener bien determinadas y por la ley, las situaciones en que se permiten retiros del fondo. Mantener coordinado el trabajo con las otras agencias que forman parte del funcionamiento del fondo, asegurando que no se dupliquen o superpongan las funciones y se asistan mutuamente, aún más en situaciones de crisis.
- **En el marco de las inversiones a realizar**, para cumplir con su principal meta el FSB debe invertir principalmente en valores líquidos. Para maximizar sus beneficios, éste debe invertir en valores extranjeros no correlacionados con el país o la región, es decir diversificar y evitar el riesgo. Además, debe tener en cuenta todas las sensibilidades de la cartera del gobierno con el fin de tomar decisiones de asignación de activos óptima. Finalmente, debe actuar como un agente que maximice los beneficios, invierta para lucrar y minimice los costos de su operación.
- Debe evitar realizar metas múltiples (dejando la política industrial al BNDES y la gestión de divisas al Banco Central) y las inversiones "estratégicas" no relacionadas con el principal objetivo del FSB.

¹²⁷ Siqueira, M. op cit, p. 42.

¹²⁸ Siqueira, M. op cit, p. 50.

CUARTO CAPÍTULO: ¿UN FONDO SOBERANO DE INVERSIÓN EN EL PERÚ?

Durante toda esta investigación se ha podido descubrir mucho sobre cómo son y porqué se han establecido los FSI y cuál es su importancia en el mundo. Quisiéramos terminar esta investigación exponiendo la relación de este tema con nuestro país. Para ello, realizaremos un análisis básicamente macroeconómico y legal fundamentado en los estudios realizados a la situación del Perú por el FMI y por alumnos de la Maestría de Administración de la Universidad ESAN, con los cuales podremos describir sus posiciones ante la posibilidad de establecer un FSI en el Perú.

Para ello, primero quisimos conocer si el Perú tiene las condiciones económicas que le permitirían establecer algún tipo de FSI. Para responder a esta pregunta debemos de analizar la actual situación económica del país, en especial, la relacionada con el estado de sus reservas internacionales, sus características y necesidades tanto económicas como políticas.

4.1 Estructura de la Situación Económica y Política Fiscal del Perú

Se ha reconocido que una de las características para que se pueda establecer un FSI es que exista un exceso en los ingresos de un país que genera que se eleven las RIN, las que podrían ser extraídas y luego dirigidas a un presupuesto separado.

En el caso de la economía del Perú, nuestro país es una pequeña economía que viene siendo alabada por el constante crecimiento de su PBI por más de una década y aún durante períodos de crisis (ver anexo 11), con la tasa de inflación más baja de Latinoamérica (ver anexo 12), tipo de cambio estable y un nivel de riesgo país por debajo al promedio de la región (ver anexo 13); disminución a un nivel saludable de la deuda pública (ver anexo 14). Todo ello generó que, en el 2012, las calificadoras de riesgo le otorgarán al Perú el grado de inversión (ver anexo 15).

Este crecimiento ha sido explicado, en gran parte, por el alza de los precios de los minerales. Así, el Perú muestra en cierta manera una situación similar a la de muchos otros países que decidieron establecer un FSI. Es un país en desarrollo cuya economía se ha visto beneficiada por el boom de las exportaciones mineras; es decir, el incremento de sus exportaciones de minerales (ver anexo 16); sumado al gran aumento de los precios del oro (ver anexo 17) y del cobre (ver anexo 18) en los mercados internacionales que son los principales recursos que el Perú exporta.

Se debe resaltar que en la economía peruana, el sector minero es el de más alta importancia por los ingresos que genera producto de las exportaciones y las inversiones que se reciben en ese sector. Para el 2011, el 12% del total de Ingresos Corrientes del Gobierno en el 2011 provinieron del sector minero (equivalente a 2,5% del PBI), siendo más del 90% de naturaleza tributaria (ver anexo 19). Esto coloca al Perú en una situación relativamente vulnerable frente a las fluctuaciones de precios de estos productos en los mercados internacionales, aunque no de una manera tan determinante.¹²⁹

4.1.1 Política de Inversión de las Reservas Internacionales por el BCRP¹³⁰

De acuerdo al Artículo 72° de la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), las reservas internacionales (RIN) están constituidas por: a) Tenencias de oro y plata; b) Billetes y monedas extranjeros de aceptación general como medios de pago internacional; c) Depósitos de divisas por periodos no mayores de 90 días en bancos, a juicio del Directorio; d) Certificados de depósito de divisas por periodos no mayores de 90 días, emitidos por bancos, a juicio del Directorio; e) Títulos o valores de primera clase líquidos emitidos por organismos internacionales o entidades públicas extranjeras, a juicio del Directorio; f) Aceptaciones bancarias acreditadas a plazos no mayores de 90 días; g) Derechos Especiales de Giro; h) El saldo deudor de las cuentas originadas en los convenios de crédito recíproco con entidades similares; e, i) Los aportes en oro, divisas y Derechos Especiales de Giro a organismos monetarios internacionales.

De acuerdo a su página oficial¹³¹, la política de administración de las RIN del BCRP tendría el siguiente orden de prioridad 1) preservar el capital; 2) garantizar la liquidez de las mismas; y, una vez cubiertas las dos anteriores, 3) maximizar el rendimiento de los activos internacionales. Esta prioridad no se interpreta fácilmente de su ley orgánica, como se ve a continuación:

*“Artículo 71.- Para la administración de las reservas internacionales, el Directorio toma en cuenta los criterios de **seguridad, liquidez y rentabilidad** y los evalúa en función de la situación y perspectivas de la economía nacional y del contexto internacional, siguiendo usuales y sanas prácticas bancarias.” (resaltado nuestro)*

¹²⁹ Se considera que un país es altamente atado a las exportaciones de una o varias materias primas cuando sus ventas representan como mínimo el 15% del ingreso nacional.

¹³⁰ Página oficial del Banco Central de Reserva. En: <http://www.bcrp.gob.pe/reservas-internacionales/aspectos-generales.html> (Revisado: 04.01.13)

¹³¹ Ibid.

El portafolio de inversiones se divide en tramos que reflejarían la diversa naturaleza de las fuentes de las reservas:

- Liquidez e Intermediación: Corresponde a los depósitos en moneda extranjera de las entidades financieras (principalmente por obligaciones de encaje) y del sector público en el BCRP;
- Inversión y Cobertura: Comprende los recursos propios del Banco (Posición de Cambio); y,
- Disponibilidad inmediata: Incluye inversiones de muy corto plazo para afrontar principalmente obligaciones con la banca doméstica.

A diciembre del 2012, de acuerdo a cifras del BCRP y del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), el Perú ya tenía acumuladas RIN por US\$ 63 990 millones, teniendo en cuenta que su PBI para la misma fecha era de US\$ 199 700 millones, las RIN significarían un 32.1% del PBI, y para marzo del 2013 este porcentaje habría llegado al 33% (ver anexo 19)

El incremento de las RIN en el país se habría dado, como se mencionó anteriormente, por el incremento de las exportaciones de los minerales, así como el aumento del ingreso de inversiones extranjeras (ver anexo 20).

Estos porcentajes excederían con bastante distancia al más alto de los índices (de 25% del PBI) exigido como nivel óptimo de reservas y requerido para actuar ante una crisis (Ver Primer Capítulo, 4.1.1). Ello también es indicado frente al análisis realizado a la economía peruana por Lahura y Rodríguez, funcionarios del BCRP, y expuesto durante el Encuentro de Economistas del 2007, en la que concluyen que *“La mayor parte de las simulaciones realizadas para el Perú sugieren que el nivel observado de reservas se encuentra por encima del nivel óptimo.”*¹³² No está demás aclarar que para ese año, el porcentaje de las RIN en relación con el PBI era mucho menor que el actual.

Entonces, teniendo en cuenta las características de la economía del Perú positivas para establecer un FSI, es que podremos analizar si el gobierno peruano ha considerado establecer uno como instrumento de su política fiscal.

¹³² Erick W. Lahura S. y Donita R. Rodríguez Z. Ibid.

4.2 Necesidad de Establecer un Fondo Soberano en el Perú

Luego de analizada las características económicas del Perú, la siguiente pregunta que viene a presentarse es si existe la necesidad de establecer un FSI.

Estudios como el de Lavanda¹³³ que hacen un análisis estadístico del problema de la distribución intergeneracional de la riqueza proveniente de los ingresos fiscales que genera la explotación de recursos mineros en el Perú confirma la importancia de los ingresos por la explotación minera en el Perú. Por lo que los ingresos fiscales mineros, en el corto y largo plazo, estarían determinados hasta en un 40% por el comportamiento de los precios de las materias primas mineras (plata, estaño, plomo, y zinc). Así, resalta como la existencia de mayores flujos generados por las rentas de la explotación de recursos mineros generaría excedentes presupuestarios y que estos no habrían sido utilizado por los gobiernos locales y regionales debido a su falta de capacidad de gestión o porque carecen de proyectos viables económicamente.

Para Lavanda, la mayor preocupación de este hecho estilizado reside en sus efectos de largo plazo y, más precisamente, en lo que pasaría cuando dichos recursos se agoten y ya no existan los medios para asegurar la calidad de vida de las futuras generaciones y que no podrían disfrutar dichos beneficios. Ante ello, levanta la alerta y necesidad de crear un Fondo.

“La ausencia de políticas de transferencias intergeneracionales en el Perú que permitan paliar la ausencia de recursos naturales en el futuro, ya sea mediante mecanismos alternativos como fondos de ahorro o de compensación, tendrá efectos negativos sobre las generaciones futuras que no contarán con tales ingresos por haberse agotado las reservas de dichos recursos naturales.”¹³⁴

Ante la llamada de alerta, es que la investigación de Lavanda concluyó “(...) que es necesario la creación de un Fondo de Equidad Intergeneracional Minero cuyos objetivos principales sean disminuir la inequidad intergeneracional que genera la explotación de recursos mineros y reducir la dependencia de las fluctuaciones de los precios de los commodities.”¹³⁵

¹³³ Lavanda, Guillermo (2012). Fondo de Equidad Intergeneracional Minero para el Perú. Un Enfoque Redistributivo Intertemporal de los Ingresos Fiscales de las Actividades Mineras.

¹³⁴ Lavanda, Op cit, p. 2

¹³⁵ Ibid, p. 25.

Ante un posible establecimiento, éstos hubieran sido los resultados del llamado Fondo de Equidad Intergeneracional Minero (FIEM). Con un Modelo de Capitalización Anual que retenga e invierta un porcentaje de los ingresos fiscales mineros, el FIEM habría acumulado desde el 2005, ahorrando anualmente el 19% de los ingresos, el 22.44% de los montos transferidos por canon minero y regalías mineras registradas entre los años 2005-2010. E, independientemente del monto de transferencia, de producción futura y de la tasa social de descuento que se asuma, el FEIM hubiera generado beneficios intertemporales con un rendimiento mayor a 5.1% en el mercado.¹³⁶

4.3 Fondo de Estabilización Fiscal del Perú

Luego de haber observado las características económicas del país y la posible necesidad de crear un FSI en el país, quisiéramos mostrar lo que el Estado peruano ha avanzado en esta materia, con la creación del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF).

En el 2009, se promulgó la Ley N° 27.245 de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LTRF) que crea el Fondo de Estabilización Fiscal que regula el FEF. El FEF está adscrito al Ministerio de Economía y Finanzas y es administrado por un Directorio, compuesto por tres miembros. El Directorio del FEF está presidido por el Ministro de Economía y Finanzas e integrado por el Presidente del BCRP y por un representante designado por el Presidente del Consejo de Ministros. Esta estructura es similar a la que tienen algunos de los FSIs de acuerdo a la encuesta del FMI (Ver Capítulo Segundo, 2. 2).

El presupuesto¹³⁷ del FEF se nutre, de acuerdo al artículo 7° inciso 1 de la LTRF, por:

- a) El saldo presupuestal¹³⁸ de libre disponibilidad del Tesoro Público obtenido al final de cada año fiscal en la fuente de financiamiento Recursos Ordinarios, de ser positivo. En el mes de junio de 2012 fue depositado al FEF US\$ 1.535,7

¹³⁶ *Ibido*, p. 26

¹³⁷ Aprobado mediante Decreto Supremo N° 066-2009-EF, el que debe ser publicado con un informe de acuerdo al Decreto Supremo N° 151-2004-EF.

¹³⁸ Se entiende por saldo presupuestal a la diferencia entre los ingresos registrados en la fuente de financiamiento Recursos Ordinarios y los gastos totales devengados por la referida fuente, incluyendo los relativos a las obligaciones requeridas para la atención del servicio de la deuda pública.

millones, así como en mayo de 2011, se transfirieron US\$ 2.398,6 millones; según el saldo de libre disponibilidad del año previo correspondientemente.

- b) El 10% de los ingresos líquidos de cada operación de venta de activos por privatización. En el año 2012, no se registraron ingresos de recursos en el FEF por este concepto. Pero, durante el año 2011, sí fueron transferidos al FEF US\$ 268,2 mil derivados de algunos procesos de privatización como el Proyecto Turístico Chaco La Puntilla, el Consorcio Hotelero del Norte, el Hotel de Turistas de Iquitos y Monterrey y de la empresa Pesca Perú Tambo de Mora Norte.
- c) El 10% de los ingresos líquidos del pago inicial por concesiones del Estado. En el año 2011, fueron transferidos US\$ 4,7 millones, derivados del pago por la Concesiones mineras Michiquillay y La Granja, del Proyecto de Telecomunicaciones – Banda C- 1900 MHZ y del Hotel de Turistas de Machu Picchu.
- Durante el año 2012, se manera similar se transfirió al FEF por la concesión del espectro radioeléctrico Bandas 10,15-10,30 GHz y 10,50-10,65 GHz de Lima y Callao, la concesión de las Bandas 899-915 y 944-960 MHz en Lima y Callao para el servicio de telecomunicaciones y la concesión del Hotel de Turistas de Machu Picchu.

En algunas ocasiones se pueden dar normas excepcionales a fin de incorporar otros ingresos al FEF. Así, se hizo en el 2011 cuando se estableció que se incorporen al FEF de manera extraordinaria¹³⁹:

- Un aporte de recursos del Tesoro Público de S/. 2.000 millones.
- El 50% de los Saldos de Balance del Año Fiscal 2010 de la fuente de financiamiento Recursos Directamente Recaudados de las Unidades Ejecutoras de los pliegos del Gobierno Nacional adscritos al Poder Ejecutivo, siempre que dichos saldos al 31 de diciembre de 2010 que superen la suma de S/. 20 millones.
- Los recursos de los fondos que se extingan como consecuencia de la racionalización dispuesta por Ley de Equilibrio Financiero del Presupuesto del Sector Público para el Año Fiscal 2011.

¹³⁹ D.U. N° 012-2011 del 31 de marzo del 2011

El fondo ha ido creciendo desde el año 2000 (ver anexo 21). Durante el 2012 las transferencias totales del Tesoro Público al FEF ascendieron a US\$1.536,7 millones, mientras que los depósitos del FEF generaron intereses por US\$ 5,9 millones. Durante el año 2012 no se utilizaron los recursos depositados en el FEF, al no darse las condiciones que la normatividad vigente contempla para su uso.

Al 31 de diciembre de 2012, el saldo acumulado del FEF ascendió a más de US\$ 7,1 mil millones, lo que equivale actualmente al 33% del PBI del Perú en el mismo año (ver anexo 22). Cabe señalar que al cierre del ejercicio 2011 (ver anexo 23) los recursos depositados en el FEF ascendieron a 3,6% del PBI por lo que el fondo se incrementó en 0.4% del producto durante el año pasado y la tendencia en ese sentido se mantendría por un tiempo más.

Por ello, no nos debería de sorprender el reporte del FMI, que informa que al no haberse usado los fondos del FEF, éste estaría actuando de facto como un FSI de ahorro.¹⁴⁰

4.4 Posibilidades de Establecer un Fondo Soberano de Inversión de Estabilización y de Ahorro en el Perú

A favor de establecer un FSI en el Perú se puede indicar que, de acuerdo a los hechos antes descritos, la economía peruana tendría la primera condición esencial para establecer un FSI, al haber obtenido el nivel óptimo de RIN superiores al 25% del PBI del país y que siguen en incremento.

El Perú, al igual que otros países que sufren de la gran influencia del precio de los minerales en sus ingresos, tiene la gran necesidad de controlar los efectos de las variaciones de dichos precios en su economía, y debería de tomar en cuenta sus experiencias para establecer un FSI. Por lo que podría considerar establecer FSIs como herramientas para manejar dichas amenazas.

A esta primera visión también habría arribado el FMI al hacer el estudio de la economía de nuestro país en el 2011:

“21. There may never be a better time for Peru to reduce the pro-cyclicality of the fiscal stance. The economic outlook is very positive with strong demand dynamics driven by

¹⁴⁰ FMI. Fiscal Considerations in Establishing a Sovereign Wealth Fund, marzo 2011, p. 14

*high commodity prices, strong capital inflows and investment. Growth is projected to decelerate to 7½ percent in 2011 and further to about 6 percent in 2012, with inflation at around 3-3 ½ percent.*¹⁴¹

Aunque, como segundo paso, el FMI también propone que el Perú establezca un fondo cuyo fin sea el ahorro y que este se desarrolle en conjunto con el anterior por una sola institución.

“A SWF with stabilization and savings objectives seems justified for Peru.

The SWF should operate as a financing fund, funded by fiscal surpluses and releasing resources only to finance fiscal deficits.

*One SWF is sufficient, with stabilization and savings portfolios. Savings will be accrued once an adequate liquidity buffer is built up. There should be no cap on accumulation.*¹⁴²

Entonces, tenemos dos situaciones para las cuales el Perú podría utilizar los FSI: 1) para controlar la inestabilidad fiscal y, 2) para trabajar con los ahorros que está generando. El segundo caso sería en la práctica el actual Fondo de Estabilización Fiscal del Perú, aunque el nombre confunda un poco las funciones que realiza. Esta propuesta de establecer dos FSI ha sido utilizada por otros países como Chile y Noruega y que podrían, a opinión del FMI, ser seguidos por el Perú por su similitud de condiciones.

*“Given Peru’s economic situation, public savings should be used for both stabilization and wealth accumulation purposes. Its economic characteristics and environment are comparable to that of other countries with natural resource-based sovereign wealth funds. Notably, Chile and Norway are both small open economies which benefited from resource windfalls, and channeled some of the earnings into SWFs. Both countries used their SWFs as vehicles to build up enough fiscal resources to allow fiscal policy to smooth the impact of the economic and commodity cycles.*¹⁴³

Finalmente, ante el posible establecimiento de uno más FSI, el FMI aconseja realizar ciertas reformas especialmente las que guíen la estructura del Fondo. Así, de acuerdo al FMI, se debe conformar un consejo encabezado por un comité supervisor,

¹⁴¹ Ibid p. 12

¹⁴² Ibid, p. 24.

¹⁴³ FMI. Peru: Selected Issues Paper, IMF Country Report N° 13/46, Febrero 2013, p. 13. En: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1346.pdf>

y que sea integrado por un comité de inversiones, auditor, gerente de operaciones, gerentes externos e inspector; los que deberán dar reporte de su desarrollo.

“The setting up of the SWF by the Government of Peru should commence with legislation defining its governance, structure, funding, operations, management, accounting, auditing and reporting.”¹⁴⁴

Con ello, el FMI nos hace recordar lo importante que es no sólo establecer el objetivo correcto que cubra las necesidades económicas específicas del país sino también que su administración y control sea realizada por expertos en el área, de manera que se deja de lado las presiones políticas.

4.5 Impedimentos para Establecer un Fondo Soberano de Inversión de Desarrollo y/o de Inversiones Estratégicas

Es del caso indicar que el estudio realizado por Maestría en Finanzas de ESAN visualiza la posibilidad del establecimiento de dos FSIs en nuestro país, entre ellos, uno de inversión estratégica cuya principal función sería permita maximizar los rendimientos de las RIN, con ello luchar contra las fluctuaciones del mercado financiero y generar mayor estabilidad.¹⁴⁵

Además, de acuerdo a una revisión de la regulación del BCRP, existen impedimentos legales para establecer un FSI del desarrollo o de inversiones estratégicas. Así se puede observar el artículo 81° de su ley orgánica, impediría que se apoye un sector económico o industria.

Artículo 81.- Está vedado al Banco asignar recursos para la constitución de fondos especiales que tengan por objeto otorgar créditos o efectuar inversiones para promover alguna actividad económica no financiera.

Asimismo, el art. 84° no permitiría realizar inversiones en empresas, lo que descarta el poder establecer un FSI de inversión estratégica.

¹⁴⁴ Ibid, p. 45.

¹⁴⁵ ARONES JARA, DÍAZ CRIOLLO y NOGUERA OYAGA (2012). Fondo Soberano de Inversión para el Perú: Evaluación De Los Factores Económicos Y Financieros - Estructuración y Gestión - Basada en la Experiencia de Brasil, Chile y China. ESAN: Tesis de Programa de Maestría de Administración de ESAN. Mención en Finanzas, pp. 91-92.

Artículo 84.- El Banco está prohibido de comprar acciones, salvo las emitidas por organismos financieros internacionales o aquéllas que sea preciso adquirir para la rehabilitación de empresas bancarias o financieras. También lo está de participar, directa o indirectamente, en el capital de empresas comerciales, industriales o de cualquier otra índole.

En opinión del FMI, el establecimiento de FSI con fines distintos, como son el fomentar el desarrollo a través de proyectos de infraestructura y de inversiones estratégicas que implica la inversión en el mercado financiero, no son recomendables para el Perú.¹⁴⁶ Para ello, toma en cuenta la experiencia de FSI de desarrollo o estratégica realizada en otros países y muestra algunas posibles distorsiones que la acción del Estado puede ocasionar en su economía:

*“34. The various **domestic development objectives** which have been proposed for a Peruvian SWF **cannot be justified. These include financing infrastructure spending and investing in domestic financial markets.***

- *International experience shows, however, that direct spending by a SWF generates a number of serious problems. Most critically, it undermines the budget process. It makes it likely that budget activities will be duplicated; it fragments fiscal policy; creates confusion about institutional responsibilities; and weakens systems for policy coordination.*
- *Similar problems arise if a SWF provides transaction support domestically through guarantees, loans, and equity participation: these operations are (or can become) hidden quasi-fiscal activities that should be included transparently in the budget.*
- *Financial investments in domestic markets can contradict the macro-fiscal stabilization objective of a SWF by injecting (withdrawing) volatile resources to (from) the economy and domestic financial institutions.”¹⁴⁷ (resaltado nuestro)*

En la misma línea, los investigadores de la ESAN también encontraron dificultades desde el punto de vista legal y hasta ideológico de las dos instituciones involucradas (BCRP y MEF) para poder establecer FSI de inversiones estratégicas, pero manteniendo su objetivo de brindar propuestas ante el posible interés del Estado de hacerlo es que buscaron la forma de adaptar las normas y concluyeron en una propuesta más innovadora:

¹⁴⁶ FMI. Fiscal Considerations in Establishing a Sovereign Wealth Fund, marzo 2011, p. 24.

¹⁴⁷ Ibid, p. 19.

“La dificultad radica principalmente en aspectos de carácter legal e ideológico de las partes involucradas que implicarían, según el juicio de los expertos, cambios en la legislación actual. El nivel de independencia del BCRP respecto del MEF deja sin posibilidades, por lo menos en el corto plazo, la propuesta de conformación conjunta de un FSI. Por tal razón, esta propuesta plantea dos FSI independientes, cada uno conformado a partir de los recursos con que cuenta cada entidad.”¹⁴⁸

En ese sentido, proponen reformas individuales de la legislación de las dos instituciones involucradas como es el BCRP, en su ley orgánica, y el MEF, respecto a la Ley que estableció y regula actualmente el Fondo de Estabilización Fiscal, y desarrollan la posible estructura y gestión financiera, así como modelos de simulación en los que presentan los potenciales resultados económicos, los que resultan siendo positivos para establecer dos FSIs independientes de carácter estratégico.¹⁴⁹

Estos estudios con énfasis en el área económica y financiera pueden complementarse con el presente que toma en cuenta muchos más elementos políticos internacionales a fin de mostrar al Estado los posibles escenarios a darse en el caso que se opte como política el establecimiento de un FSI en el Perú.

¹⁴⁸ ARONES JARA, DÍAZ CRIOLLO y NOGUERA OYAGA (2012). Fondo Soberano de Inversión para el Perú: Evaluación De Los Factores Económicos Y Financieros - Estructuración y Gestión - Basada en la Experiencia de Brasil, Chile y China. ESAN: Tesis de Programa de Maestría de Administración de ESAN. Mención en Finanzas, p. 88.

¹⁴⁹ Ibid, pp. 90 (Cuadro N° 4.3), 91 (Cuadro N° 4.4) y 94 (Cuadro N° 4.5).

CONCLUSIONES

- Los FSIs no son un actor nuevo en la economía mundial, pero han adoptado una gran importancia en la última década, especialmente, por el volumen de capitales bajo su control que puede ser destinado a proyectos que mayor riesgo, lo que los hace especialmente relevantes en tiempos de crisis.
- Los FSIs se crearon inicialmente como una herramienta de la política fiscal (Fondos de Estabilidad) con el fin de paliar los perjuicios que ocasionaron los desequilibrios de los mercados financieros internacionales y que repercutieron en el mejoramiento de la economía de varios países, especialmente, los exportadores de materias primas más propensos a las fluctuaciones de precios. Este objetivo, hasta la fecha, parece ser el principal de todos.
- Con el crecimiento de la economía de algunos países, los objetivos de los FSIs han evolucionado y ello ha generado nuevos FSIs, como son, de Ahorro, de Pensión, de Desarrollo; hasta llegar a los de inversiones estratégicas. Los Estados pueden tener más de un FSIs a fin de realizar uno o más de los objetivos indicados.
- El incremento de los precios de las materias primas y de las exportaciones ha generado una profunda transformación estructural de las relaciones económicas internacionales en la última década, ocasionando el desplazamiento geográfico de la riqueza de las naciones, de los países considerados en desarrollo, especialmente del Medio Oriente y el Asia hacia los países tradicionalmente desarrollados, lo que se ha denominado el “*neo colonialismo de oriente*”.
- Se ha apreciado el establecimiento de un “*nuevo capitalismo de Estado*”. Teniendo en cuenta que los FSIs no pueden dejar de actuar soberanamente; se ha despertado una nueva ola de regulación proteccionista en los sistemas nacionales. Frente a ello, la regulación multilateral bajo el mando del FMI, a través de la generación de Los Principios de Santiago, ha tratado de calmar las preocupaciones de los Estados, especialmente los países desarrollados que ya tienen creado un sistema abierto hacia las inversiones y cuyo retroceso hacia el proteccionismo es más que complicado.

- De acuerdo a los estudios e índices, se ha reconocido que aún no se conoce mucho sobre las inversiones que realizan los FSI pero, en los últimos años, esta situación viene evolucionando de manera positiva, es decir, a favor de la transparencia de las inversiones realizadas por los FSI en la economía mundial, aunque aún no se llegue a cubrir ni a la mitad de los FSI existentes.
- La reciente crisis del 2008 mostró como los países en desarrollo utilizan sus FSI de inversión estratégica para aprovechar las oportunidades que el mercado internacional ofrece, como es el ingresar a mercados que antes estuvieron cerrados para ellos. También, se reconoció que en tiempo de crisis los Estados flexibilizan sus políticas proteccionistas ante la necesidad de capitales.
- Para establecer un FSI, la elección del tipo de fondo (por el objetivo) es importantísima y debe estar estrechamente relacionada con las condiciones particulares del país que lo crea y los fines que busca. De la casuística expuesta, rescatamos el uso de los FSI para conseguir objetivos tanto económicos como políticos, de acuerdo a los intereses propios de cada país. Sin embargo, se reconoce que el otro gran elemento necesario es la administración coherente e independiente, ya que la inestabilidad o modificación de los objetivos, producto de la presión política, es el principal generador de problemas en su interior.
- La regulación de los FSI a nivel internacional es básicamente “soft law” y cuya máxima expresión se ha dado en “Los Principios de Santiago” cuyo fundamento está en la transparencia. Estos se han desarrollado como la expresión de las acciones voluntarias de los propios Estados con FSI a nivel mundial y que buscan disminuir los temores ante sus inversiones. Por otra parte, a nivel nacional, el incremento del proteccionismo como respuesta a este sujeto es mucho más notable y hasta preocupante.
- Los FSI aunque sean de propiedad de un Estado no podrían tener en principio ninguna inmunidad debido a que sus actividades son fundamentalmente comerciales enmarcadas en el *ius gestionis*. Una situación muy distinta se da para el caso de los Bancos Centrales que pueden realizar inversiones con sus reservas y estas actividades aún son consideradas por las legislaciones nacionales como parte del *ius imperi* y por ello, protegidas con la inmunidad.

- Los casos expuestos muestran las grandes características de los FSI como es el tener un gran incremento de RIN producto del boom exportador de materias primas (Noruega, Rusia y Chile) y/o de bienes manufacturados (Singapur y Brasil) y su búsqueda por utilizar sus FSI para enfrentar los shocks externos, generar ahorro, desarrollar sus empresas y/o para abrirse a mayores mercados con inversiones estratégicas. La selección de uno o más tipos de FSI, su buena administración y control en el uso de sus RIN fueron determinantes para obtener los beneficios esperados.
- El Perú, como economía exportadora de materias primas, tiene actualmente las condiciones económicas, entre ellas, un nivel óptimo de RIN, que no sólo permitirían sino que demandarían la creación un FSI de estabilización y otro de ahorro que permitiría la mejor administración de las RIN.
- Es esencial que, a fin de establecer los FSI de Estabilización y de Ahorro, el Perú constituya una estructura que contenga comités especializados en cada uno de esos ámbitos, con funciones muy bien establecidas y que no se superpongan con la de otras instituciones del Estado. Estos han de contar con independencia frente a la presión política. Finalmente, los FSI deberán ponerse bajo la auditoria de organismos internacionales, como el FMI, que puedan apoyarlos e informar de sus resultados.
- Consideramos que tomar la decisión de establecer un FSI de desarrollo y/o de inversión estratégica es muy apresurada debido a la poca experiencia que tiene el Perú frente a estas herramientas y son muy riesgosas por las posibles distorsiones que se pueden generar en la economía del país. Consideramos que es un planteamiento que se podría analizar en algunos años si los niveles macroeconómicos del país se mantienen. Que si bien existen en la legislación peruana varios impedimentos legales, si existe el interés del Estado y el apoyo del Congreso, las normas podrían ser modificadas.

BIBLIOGRAFÍA

Libros:

- ARONES JARA, DÍAZ CRIOLLO y NOGUERA OYAGA (2012). Fondo Soberano de Inversión para el Perú: Evaluación De Los Factores Económicos Y Financieros - Estructuración y Gestión - Basada en la Experiencia de Brasil, Chile y China. ESAN: Tesis de Programa de Maestría de Administración de ESAN. Mención en Finanzas.
- ALVAREZ RODRICH, Augusto. (1994) Principios de empresas estatales y privatización. Lima: Universidad del Pacífico.
- AREZKI Rabah, GYLFASON, Thorvaldur y SY, Amadou (2011). Beyond the curse: policies to harness the power of natural resources. Washington, D.C.: FMI.
- BALDING, Christopher (2011). Sovereign Wealth Funds. The New Intersection of Money & Politics.
- BASSAN, Fabio (2011). The Law of Sovereign Wealth Funds, Cheltenham: Edward Elgar.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, Agnes y otros (2010). Economic Policy. Theory and Practice. Oxford: Oxford University.
- CHAO, Chen (2006). The rise of Global Sovereign Wealth Fund. En: Modern Bankers, v. 10.
- CROWE, Christopher W. (2010). Macro-Financial Linkages: Interactions between Trends, Crises, and Policies. Washington D.C.: FMI.
- DAS Udaibir S., MAZAREI Adnan, y VAN DER HOORN Han, (2010). Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers, Washington, D.C.: FMI.
- GIOVANOLI, Mario y DEVOS Diego (2010). International Monetary and Financial Law: The Global Crisis. Oxford; New York, N.Y.: Oxford University Press.
- MACARTAN Humphreys, SACHS Jeffrey D., y STIGLITZ Joseph E. (2007) Escaping the resource curse. New York: Columbia University Press.
- MONTEAGUDO, M (2010). La independencia del Banco Central. Lima: BCRP; IEP, Universidad del Pacífico.
- QUADRIO CURZIO, Alberto y MICELI, Valeria (2010) Sovereign Wealth Funds. A complete guide to stated-owned investment funds. Londres: Harrimand House Ltd.
- SHEMIRANI, Manda (2011) Sovereign Wealth Funds and International Political Economy. Londres: Ashgate Publishing Limited.
- TRUMAN, Edwin M. (2010) Sovereign Wealth Funds. Threat or Salvation? Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics.
- VON MISES, Ludwig (2006) Economic Policy. Thoughts for Today and Tomorrow. Alabama: Ludwig von Mises Institute. Tercera edición.
- WEINER, Eric J. (2011). The Shadow Market. How sovereign wealth funds secretly dominate the global economy.

Informes y Publicaciones Periódicas:

- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. Peru: Selected Issues Paper, IMF Country Report N° 13/46, Febrero 2013, p. 13. En: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1346.pdf>
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. Fiscal Considerations in Establishing a Sovereign Wealth Fund, marzo 2011.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. "Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda" (2008). Preparado por *The Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments*. En: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>

- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. *Sovereign Wealth Funds. Current Institutional and Operational Practices*. Prepared por *The IWG Secretariat* en colaboración con los miembros del IWG, 15 de septiembre de 2008. En: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/swfsurvey.pdf>
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. *Manual de Balanza de Pagos - Quinta Edición (MBP5)*. Washington D.C, 1996.
- GRUPO INTERNACIONAL DE TRABAJO DE LOS FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN (IWG-WSF, por sus siglas en inglés). *Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) - "Santiago Principles"*. Octubre de 2008.
- KESTER, Anne Y. (2001) *Reservas Internacionales y Liquidez en Moneda Extranjera: Pautas Para Una Plantilla de Datos*.
- Lavanda, Guillermo (2012). *Fondo de Equidad Intergeneracional Minero para el Perú. Un Enfoque Redistributivo Intertemporal de los Ingresos Fiscales de las Actividades Mineras*. Lima: Tesis para Optar por el Título de Máster de Economía de la PUCP.
- OLIVIER Jeanne & ROMAIN Rancière (2006) "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications", FMI, WP/06/229
- SIQUEIRA, Marcos L. (2008) *Uncovering Hidden Wealth. Making the Most of Brazil's Sovereign Wealth Fund*.
- UNCTAD (2013). *Informe sobre las Inversiones en el Mundo 2012. Global Value Chains: Investment and Trade for Development*. Nueva York: Naciones Unidas.
- UNCTAD (2012). *Informe sobre las Inversiones en el Mundo 2012. Towards a new generation of Investment Policies*. Nueva York: Naciones Unidas.
- UNCTAD (2011). *Informe sobre las Inversiones en el Mundo 2011. Non-equity Modes of International Production and Development*. Nueva York: Naciones Unidas.
- UNCTAD (2010). *Informe sobre las Inversiones en el Mundo 2010. Investing in a Low-Carbon Economy*. Nueva York: Naciones Unidas.
- Weiner, Eric J. (2011). *The Shadow Market. How sovereign wealth funds secretly dominate the global economy*. Oxford: One World Publications.

Artículos e Investigaciones:

- BACKER, Larry Catá. "The Norwegian Sovereign Wealth Funds: Between Private and Public. En: *Georgetown Journal of International Law*, 2009, Vol. 40-2, pp. 1271-1280.
- CLARK, Gordon L. y KNIGHT, R.W. "Temptation and the Virtues of Long-Term Commitment: The Governance of Sovereign Wealth Fund Investment". En: *Asian Journal of International Law*, 2011, 1, pp. 321-348.
- COISSARD S., Echinard Y., Laurent A. "L'émergence des fonds souverains: réalités et enjeux" En: *Annuaire français des relations internationales*, 2011, volume XII, pp. 855-871.
- CHESTERMAN, Simon. *The turn to Ethics: Disinvestment from Multinational Corporation for Human Rights Violations – The Case of Norway's Sovereign Wealth Fund*. En: *American University International Law Review*, 2008, 23, pp. 577-615.
- DE BELLIS, Marurizia. *Global Standards for Sovereign Wealth Funds: The Quest for Transparency*. En: *Asian Journal of International Law*, 2011, 1, pp. 349-382.
- GELPERN, Anna. *Sovereignty, Accountability, and the Wealth Fund Governance Conundrum*. En: *Asian Journal of International Law*, 2011, 1, pp. 289-320.
- IBAÑEZ, Javier y PARTAL, Antonio. *Sovereign Wealth Fund (SWF) Global Regulation and Transparency: A Preliminary Private-Investment Law Approach*. En: *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2010, 9, pp. 441-449.

- KEENAN, Patrice y OCHOA, Crhistiana. The Human Rights Potential of Sovereign Wealth Funds. En: Georgetown Journal of International Law, 2009, Vol. 40-2, pp. 1151-1190.
- LEE, Yvonne C. L. A reversal of Neo-Colonialism: The Pitfalls and Prospects of Sovereign Wealth Funds. En: Georgetown Journal of International Law, 2009, Vol. 40, pp. 1103-1149.
- LI, Hong. Depoliticization and Regulation of Sovereign Wealth Funds: A Chinese Perspective. En: Asian Journal of International Law, 2011, 1, pp. 403-422.
- LINBERG, Seth Robert. Sovereign Wealth Fund Regulation in E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review within the E.U. En: Syracuse Journal of International Law and Commerce, Vol 37, 95, pp. 95-126
- PARK, Donghyun y ESTRADA, Gemma Esther. Developing Asia's Sovereign Wealth Funds: The Santiago Principles and the Case for Self Regulation. En: En: Asian Journal of International Law, 2011, 1, pp. 383-402.
- POPOVA, Arina. Sovereign Wealth Funds: To be or Not to Be is not the Question; Which One to Choose Is. En: Georgetown Journal of International Law, 2009, Vol. 40-2, pp. 1191-1206.
- ROSE, Paul. Sovereign Wealth Fund Investment in the Shadow of Regulation and Politics. En: Georgetown Journal of International Law, 2009, Vol. 40-2, pp. 1207-1237.
- ROZANOV, Andrew. Definitional Challenges of Dealing with Sovereign Wealth Funds. En: Asian Journal of International Law, 2011, 1, pp 249-265.
- SLAWOTSKY, Joel. Sovereign Wealth Funds as Emerging Financial Superpowers: How U.S. Regulators Should Respond. En: Georgetown Journal of International Law, 2009, Vol. 40-2, pp. 1239-1237.
- SIQUEIRA, Marcos L. Uncovering Hidden Wealth. Making the Most of Brazil's Sovereign Wealth Fund. Paper prepared to fulfill the Second Year Policy Analysis for the Master of Public Administration in International Development degree at John F. Kennedy School of Government, Harvard University.
- SORNARAJAH, M. Sovereign Wealth Funds and the Existing Structure of the Regulation of Investments. En: Asian Journal of International Law, 2011, 1, pp. 267-288.
- SOLOW, R.M. "Intergenerational Equity and Exhaustible Resources" En: Review of Economic Studies, 1974, Vol. 41, Simposium on the Economics of Exhaustible Resources.

Presentaciones:

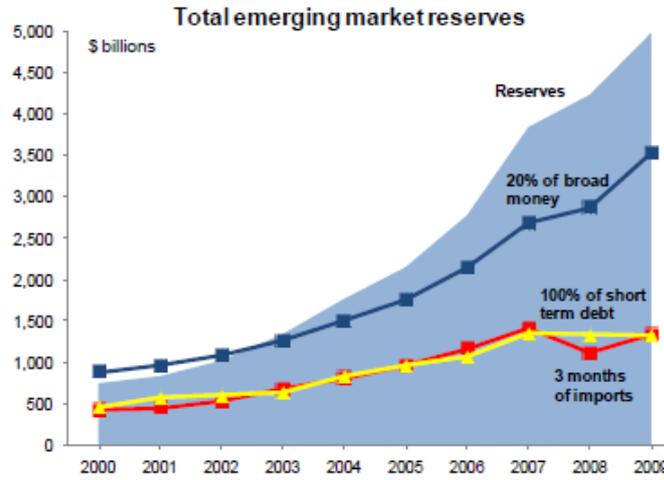
- LAHURA, Erick y Rodríguez, Donita "Nivel Óptimo de Reservas Internacionales en el Perú", presentación realizada Encuentro de Economistas 2007. En: <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Proyeccion-Institucional/Encuentro-de-Economistas/XXV-EE-2007/XXV-EE-2007-S16-Lahura-Rodriguez.pdf>

Páginas Web:

- Acuerdos Comerciales: <http://www.acuerdoscomerciales.gob.pe>
- Banco Central de Reserva del Perú: <http://www.bcrp.gob.pe>
- Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo: <http://unctad.org>
- Fondo Monetario Internacional: <http://www.imf.org>
- Instituto de Fondos Soberanos de Inversión: <http://www.swfinstitute.org>
- Ministerio de Economía y Finanzas: <http://www.mef.gob.pe>

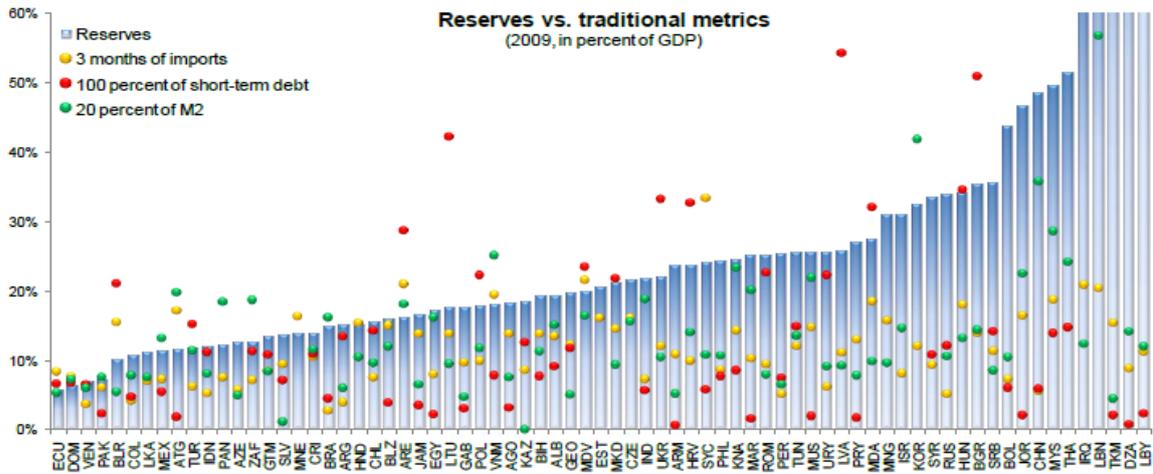
ANEXOS

Anexo 1: Comportamiento del incremento de las RIN en el mundo



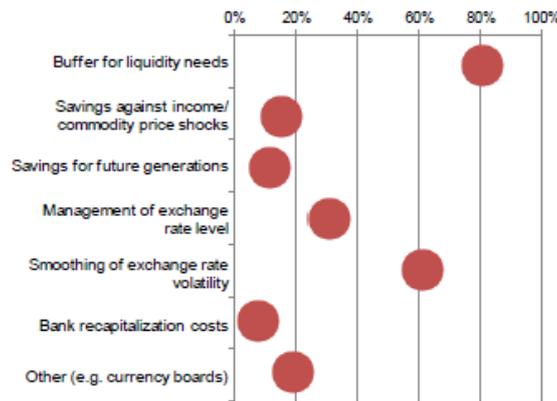
Fuente: FMI Assessing Reserve Adequacy (2011)

Anexo 2: Comparación de las RIN actuales vs los mínimos de RIN tradicionales



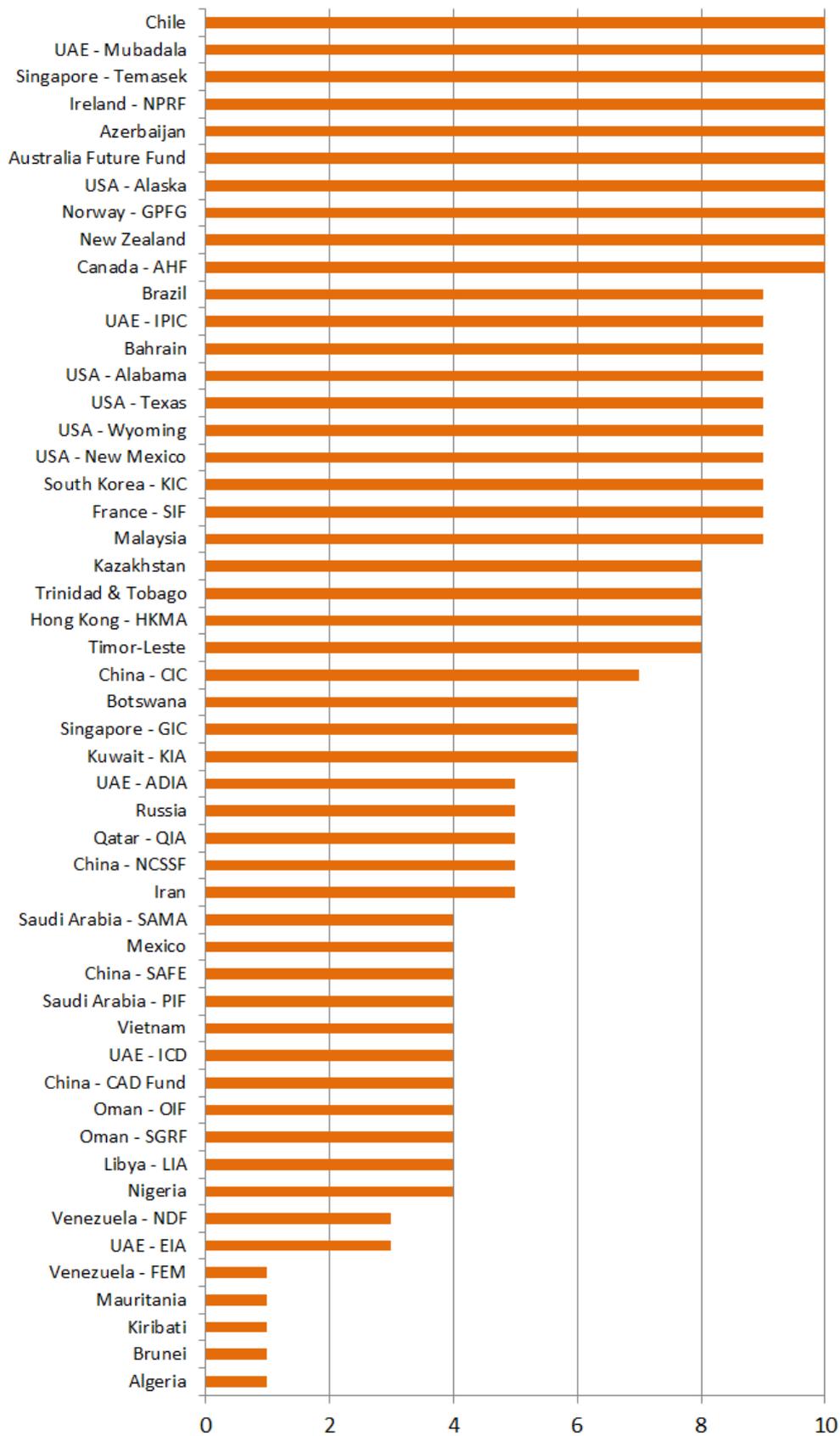
Fuente: FMI Assessing Reserve Adequacy (2011)

Anexo 3: Razones para fortalecer las RIN



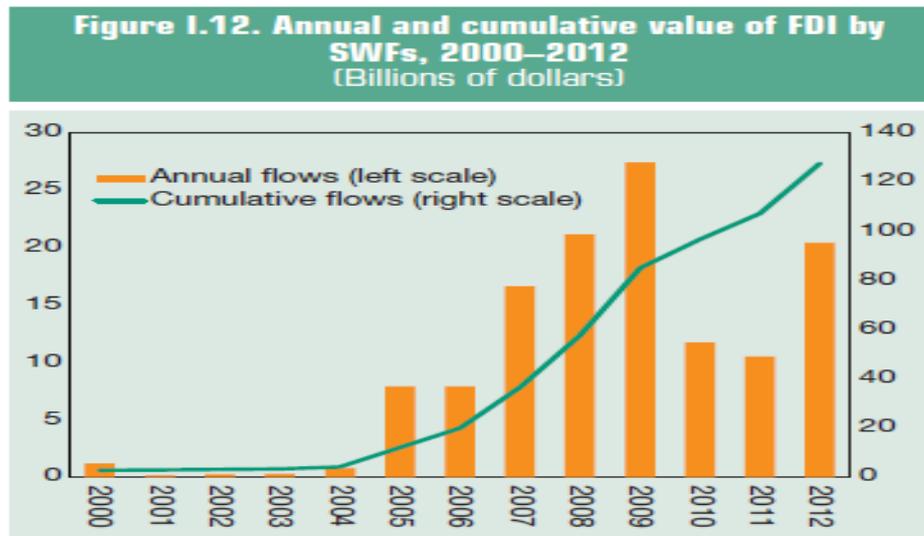
Fuente: FMI Assessing Reserve Adequacy (2011)

Anexo 4: Índice de Transparencia de Linaburg-Maduell, 2013-IV



Fuente: Sovereign Wealth Fund Institute, 2013 - IV

Anexo 5: Tendencia de Inversión de los FSI, 2001-2012



Source: UNCTAD FDI-TNC-GVC Information System, cross-border M&A database for M&As and information from the Financial Times Ltd, fDi Markets (www.fDimarkets.com) for greenfield projects.

Note: Data include value of flows for both cross-border M&As and greenfield FDI projects and only investments by SWFs which are the sole and immediate investors. Data do not include investments made by entities established by SWFs or those made jointly with other investors. In 2003–2012, cross-border M&As accounted for 89 per cent of total.

Fuente: UNCTAD, WIR 2013

Anexo 6: Dirección de las inversiones de los FSI por sector económico, 2005-2011

Table I.6. FDI by SWFs by sector/industry, cumulative flows, 2005–2011 (Millions of dollars)

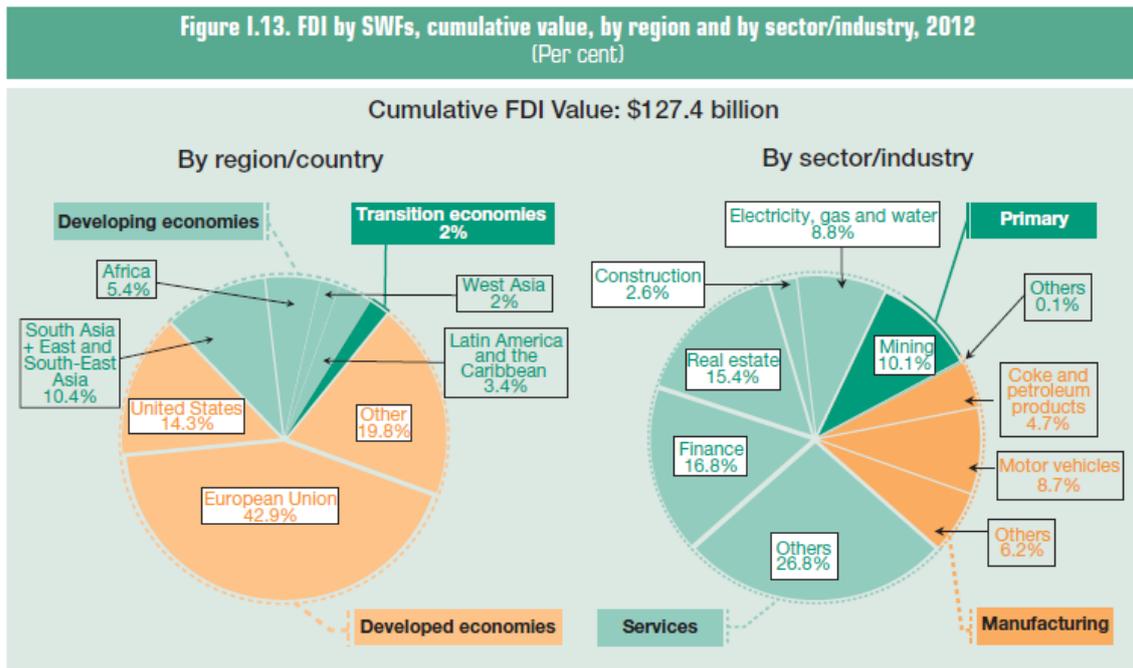
Target industry	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total industry	11 186	19 005	39 673	63 085	93 476	106 534	125 152
Primary	1 170	1 512	1 682	3 055	9 645	10 945	11 899
Agriculture, hunting, forestry and fisheries	-	-	170	170	170	170	170
Mining, quarrying and petroleum	1 170	1 512	1 512	2 885	9 475	10 775	11 729
Manufacturing	3 114	4 369	10 675	16 357	30 122	31 470	31 594
Publishing and printing	-	-	-	248	248	248	248
Coke, petroleum and nuclear fuel	-	-	5 146	10 253	13 449	13 457	13 457
Chemicals and chemical products	2 800	2 800	2 800	2 800	3 301	4 641	4 765
Rubber and plastic products	-	-	1 160	1 160	1 160	1 160	1 160
Non-metallic mineral products	-	-	-	-	150	150	150
Metals and metal products	47	47	47	374	374	374	374
Machinery and equipment	15	15	15	15	15	15	15
Electrical and electronic equipment	-	15	15	15	364	364	364
Motor vehicles and other transport equipment	251	1 492	1 492	1 492	11 061	11 061	11 061
Services	6 903	13 124	27 316	43 673	53 709	64 120	81 659
Electricity, gas and water	1 396	1 396	2 317	2 317	2 532	4 112	8 789
Construction	19	19	19	2 738	3 994	5 227	13 081
Hotels and restaurants	508	2 300	3 132	4 174	4 249	4 337	4 997
Trade	20	320	2 125	2 125	3 011	5 309	5 380
Transport, storage and communications	14	303	3 197	3 499	3 652	4 532	6 280
Finance	754	1 296	4 171	14 878	15 199	18 667	19 596
Business services	2 697	5 994	9 282	10 385	12 413	12 698	14 299
Real estate	2 697	5 994	8 872	9 975	12 002	12 287	13 889
Health and social services	-	-	1 578	2 062	2 062	2 062	2 062
Community, social and personal service activities	1 495	1 495	1 495	1 495	6 598	7 174	7 174

Source: UNCTAD, cross-border M&A database (www.unctad.org/fdistatistics) and information from the Financial Times Ltd, fDi Markets (www.fDimarkets.com).

Note: Data refer to net cumulative flows through cross-border M&As since 1992 and cumulative flows through greenfield projects since 2003. Only data on investments by SWFs that are the sole and immediate investors are included, not those made by entities established by SWFs or those made jointly with other investors.

Fuente: UNCTAD, WIR 2012

Anexo 7: Dirección de las inversiones de los FSI por sector económico, 2012



Source: UNCTAD FDI-TNC-GVC Information System, cross-border M&A database for M&As and information from the Financial Times Ltd, fDi Markets (www.fDimarkets.com) for greenfield projects.

Fuente: UNCTAD, WIR 2013

Anexo 8: Dirección de las Inversiones de los FSI, por región, 2005-2011

Table I.5. FDI by SWFs by host region/country, cumulative flows, 2005–2011
(Millions of dollars)

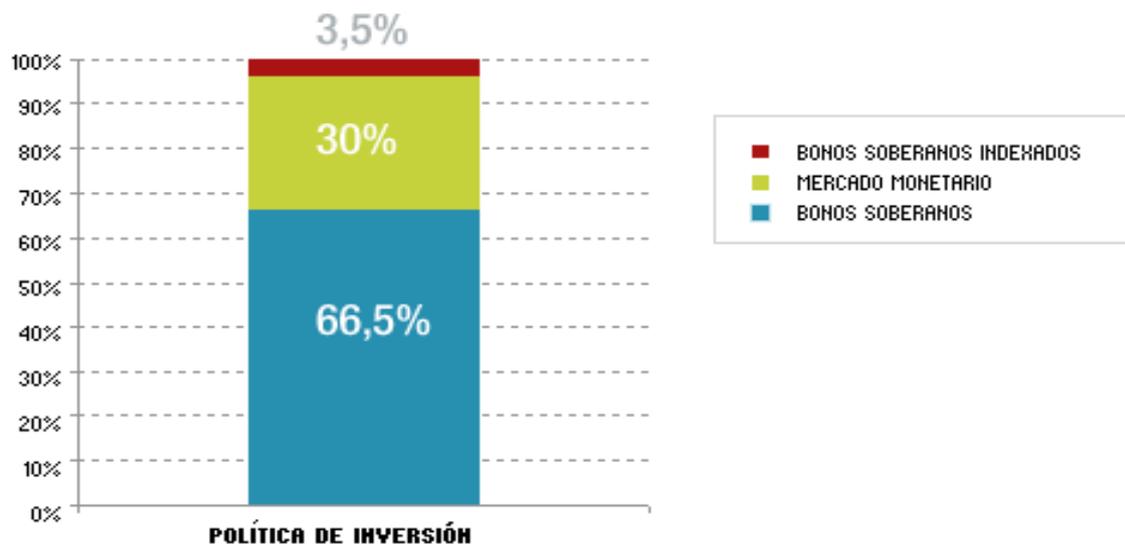
Target economy	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
World	11 186	19 005	39 673	63 085	93 476	106 534	125 152
Developed economies	5 738	12 582	26 573	38 354	62 016	71 722	84 346
Europe	4 394	9 438	17 775	23 429	39 078	42 148	53 143
European Union	4 394	9 438	17 746	23 399	39 049	42 118	53 113
United States	125	1 925	5 792	10 210	10 335	12 007	14 029
Developing economies	5 449	6 423	12 926	23 544	29 277	31 210	35 868
Africa	900	900	1 304	7 560	7 560	8 973	11 418
Latin America and the Caribbean	228	228	1 149	1 216	1 291	1 696	3 118
East and South-East Asia	4 278	5 040	5 270	7 366	9 845	9 930	10 721
South Asia	43	143	1 092	1 209	1 239	1 268	1 268
West Asia	-	112	4 112	6 193	9 343	9 343	9 343
Transition economies	-	-	174	1 187	2 183	3 602	3 938

Source: UNCTAD, cross-border M&A database (www.unctad.org/fdistatistics) and information from the Financial Times Ltd, fDi Markets (www.fDimarkets.com).

Note: Data refer to net M&A cumulative flows since 1992 and greenfield cumulative flows since 2003. Only data on investments by SWFs that are the sole and immediate investors are included, not those made by entities established by SWFs or those made jointly with other investors.

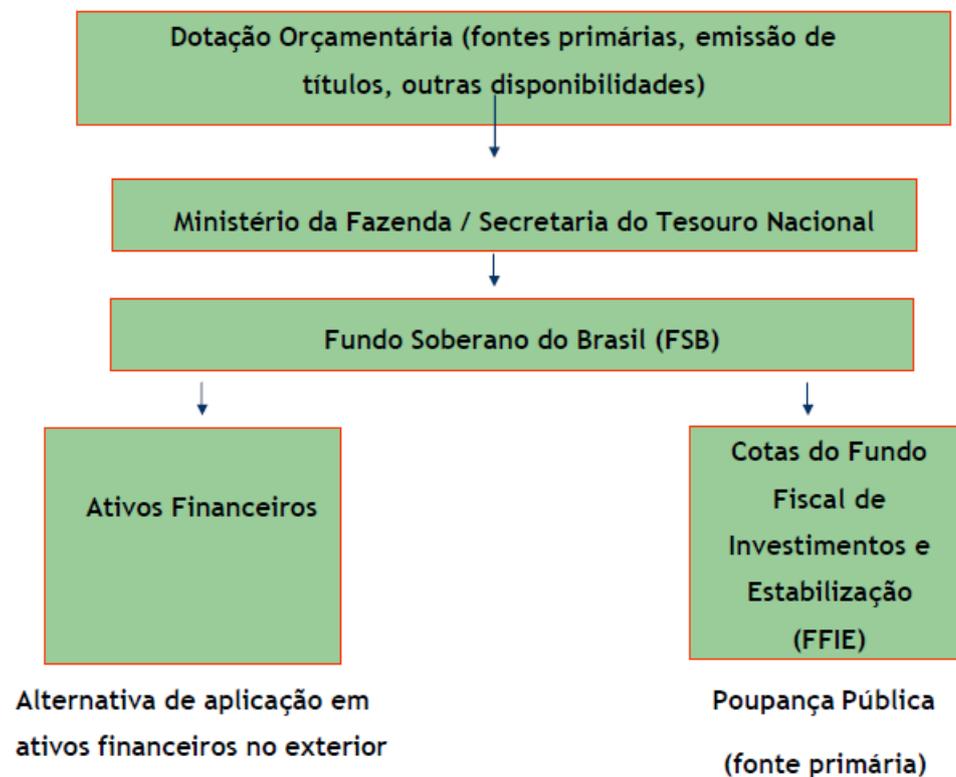
Fuente: UNCTAD, WIR 2012

Anexo 9: Composición Estratégica de Activos del FEES de Chile



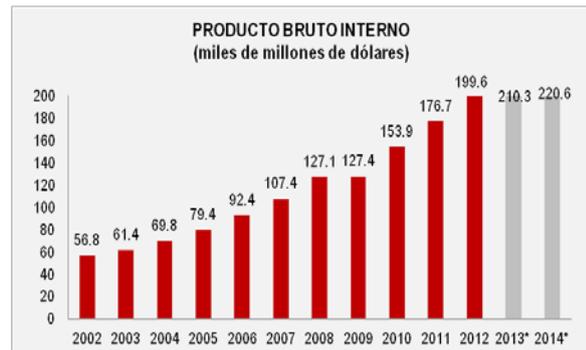
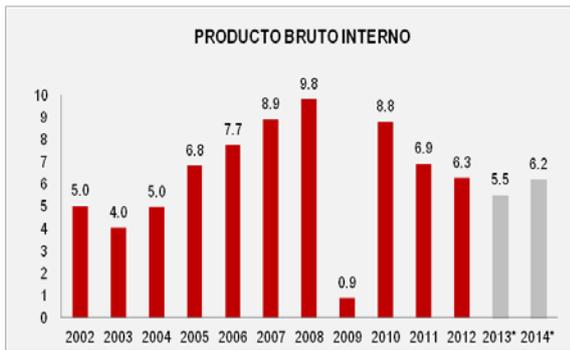
Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile, Diciembre 2011

Anexo 10: Estructura y Financiamiento del Fondo Soberano Brasileño



Fuente: Banco de Finanzas de Brasil

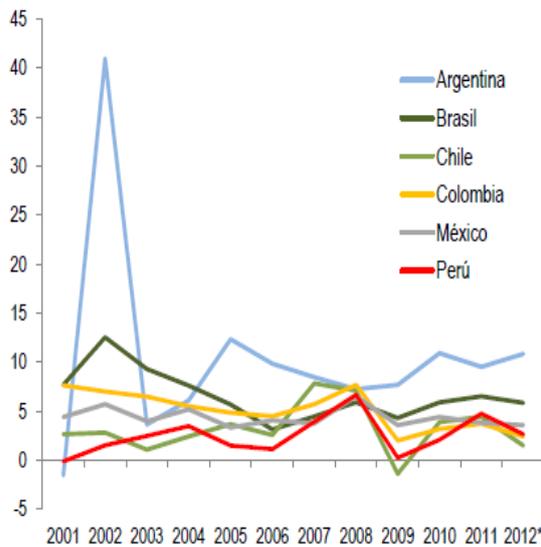
Anexo 11: Crecimiento económico del Perú



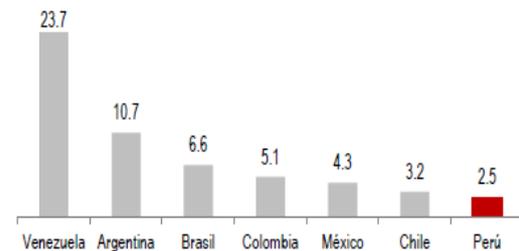
Fuente: Proinversión (2014)

Anexo 12: Tasas de Inflación del Perú (Las más baja de Latinoamérica)

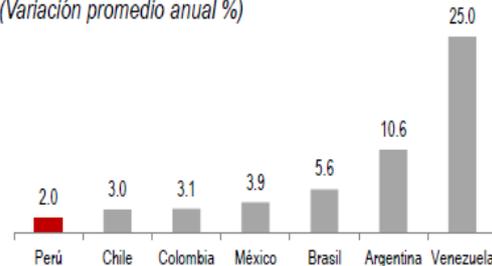
IPC en Latinoamérica: 2001-2012
(Variación anual %)



IPC – Latinoamérica 2002- 2011
(Variación promedio anual %)



IPC – Latinoamérica proyecciones al 2013
(Variación promedio anual %)

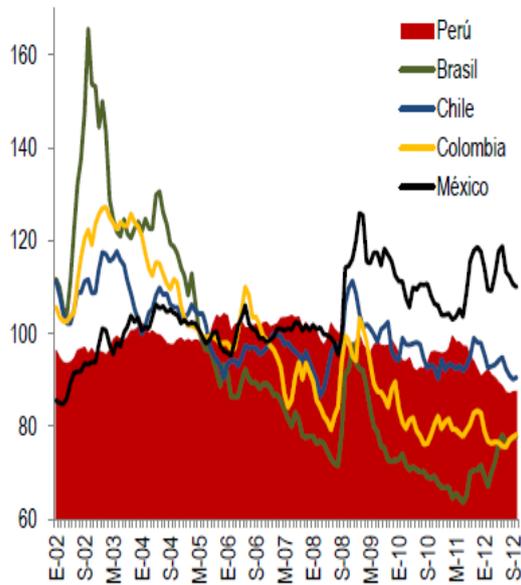


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú, Ministerio de Economía y Finanzas, CEPAL
* Cifras preliminares

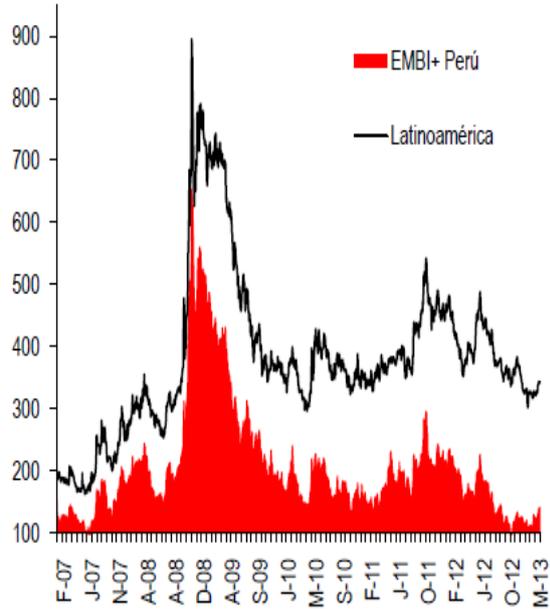
Fuente: Proinversión (2013)

Anexo 13: Tipos de cambio y nivel de riesgo país del Perú

Tipos de cambio en Latinoamérica 2001-2012
(Índice, año base 2005 = 100)



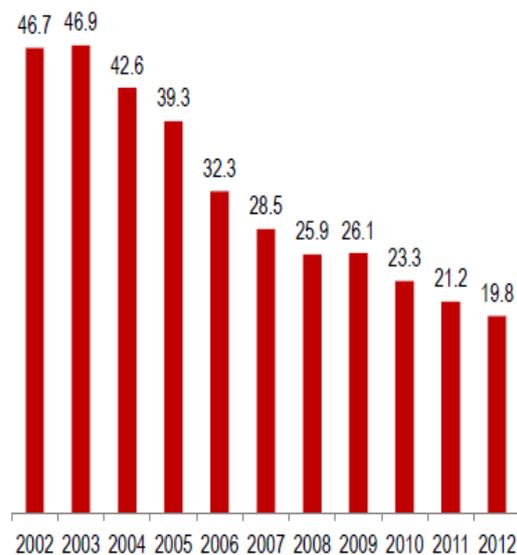
Índice JP Morgan EMBI+
(Puntos básicos)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú, y CEPAL
Fuente: Proinversión (2014)

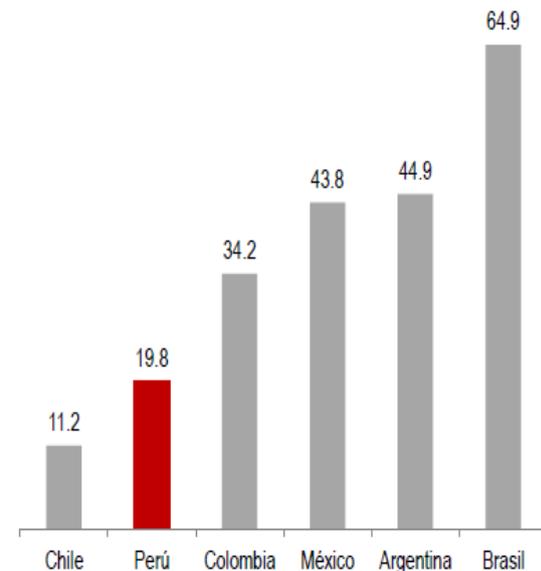
Anexo 14: Nivel de deuda Pública en el Perú

Deuda Pública – Perú 2002-2012
(% del PBI)



Fuente: Banco Central de Reserva
Fuente: Proinversión (2013)

Deuda Pública – Latinoamérica 2012
(% del PBI)



Fuente: FMI. Cifra de Perú, fuente BCRP

Anexo 15: Grado de Inversión

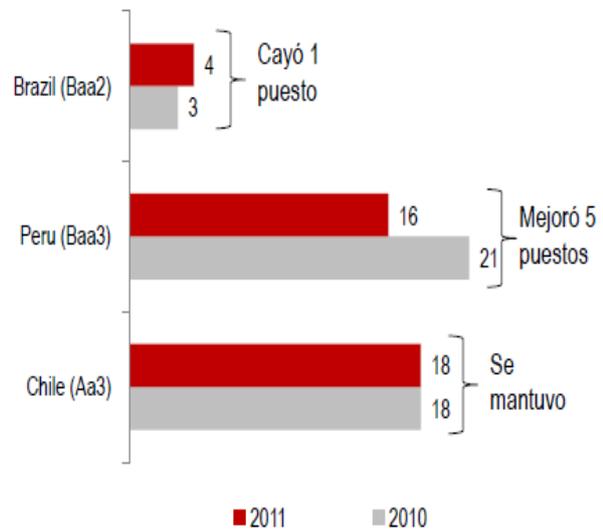
Calificación de grado de inversión
Comparación latinoamericana

País	S&P	Fitch	Moody's
Chile	AA-	A+	Aa3
México	BBB	BBB	Baa1
Perú	BBB	BBB	Baa2
Brasil	BBB	BBB	Baa2
Colombia	BBB-	BBB-	Baa3
Bolivia	BB-	BB-	Ba3
Venezuela	n.d	B+	B2
Argentina	B-	CC	B3
Ecuador	B	B-	Caa1

Fuente: Standard & Poor's, Fitch Ratings y Moody's.
Actualizado al 04 de Marzo, 2013

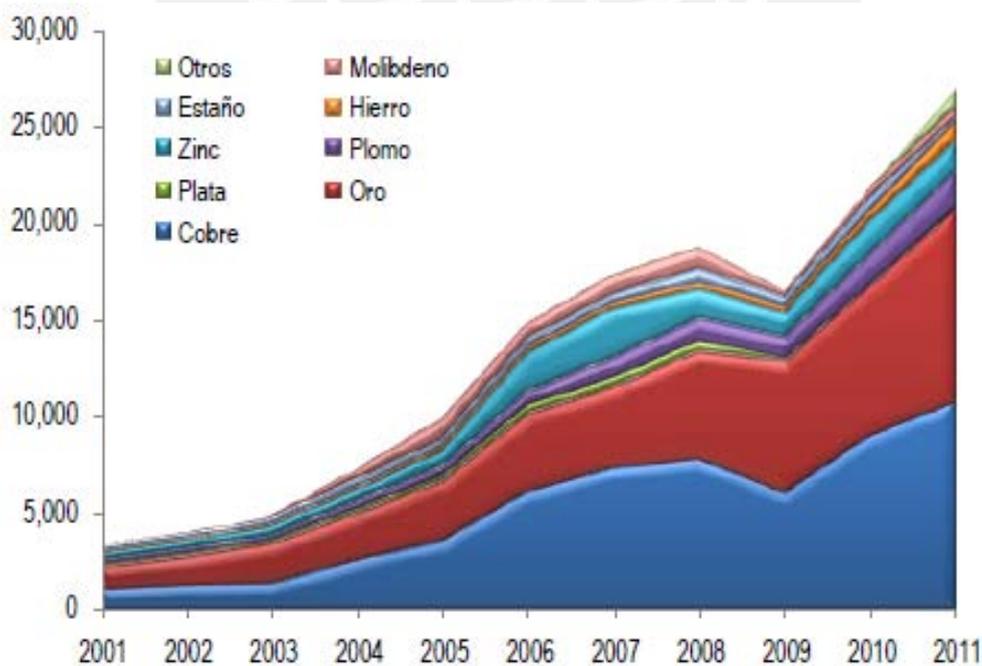
Fuente: Proinversión (2013)

Países como destino prioritario para IED 2011-2013
(Ranking Mundial de 21 países)



Fuente: UNCTAD (WIR 2011)

Anexo 16: Tendencia de Exportaciones Mineras del Perú, 2001-2011 (Millones de Dólares FOB)



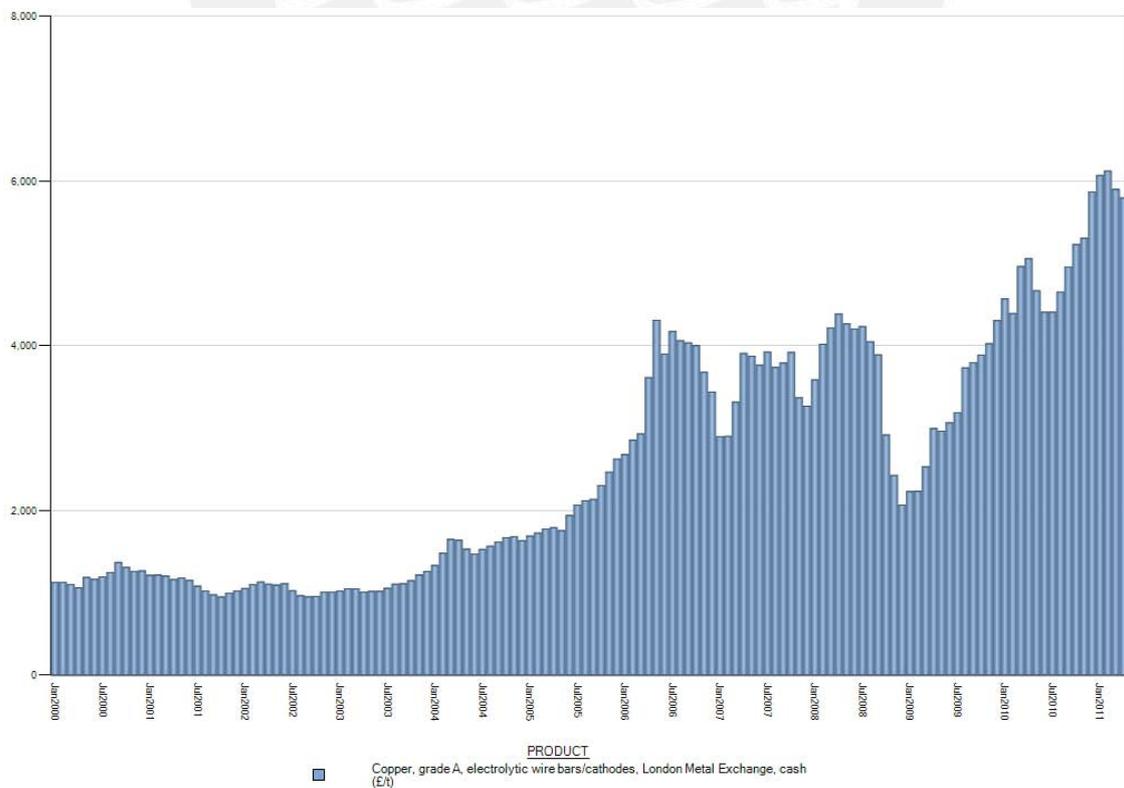
Fuente: ADEX Data Trade, MINEM, Aduanas

Anexo 17: Tendencia del Precio del Oro 2002-2011



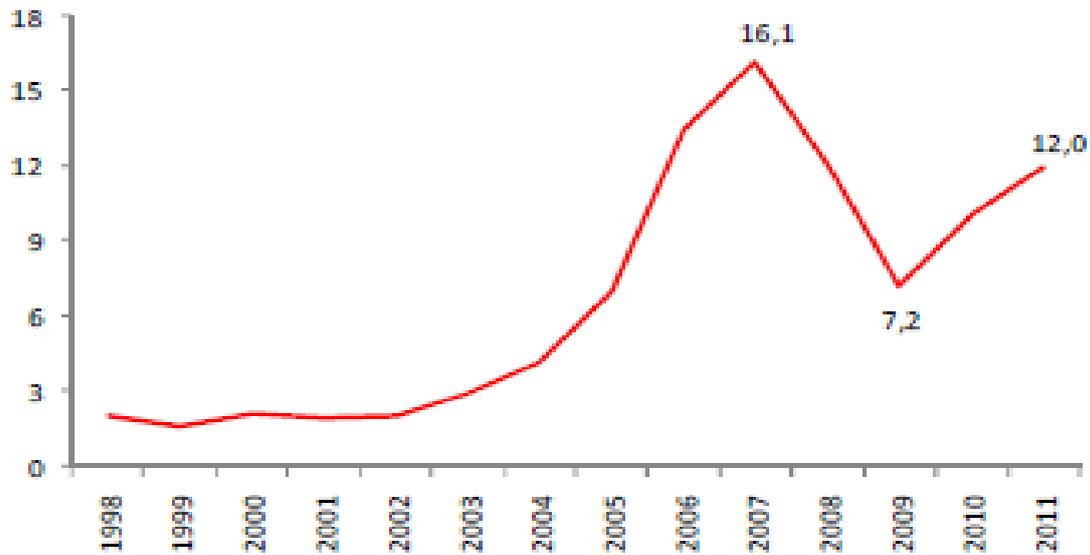
Fuente: Goldprice.org

Anexo 18: Tendencia del Precio del Cobre 2000-2011



Fuente: <http://www.correlatedrisk.com>

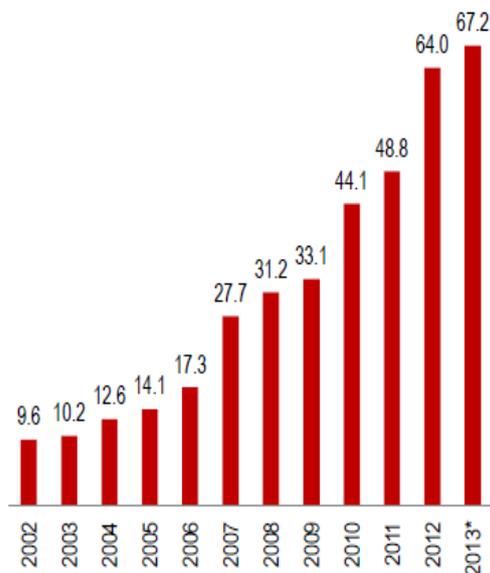
Anexo 19: Participación del sector minero en los ingresos corriente del Gobierno



Fuente: Presentación del Ministro de Economía “Perú, país minero”. Simposio del Oro, mayo 2012

Anexo 20: Reservas Internacionales del Perú 2000-2013

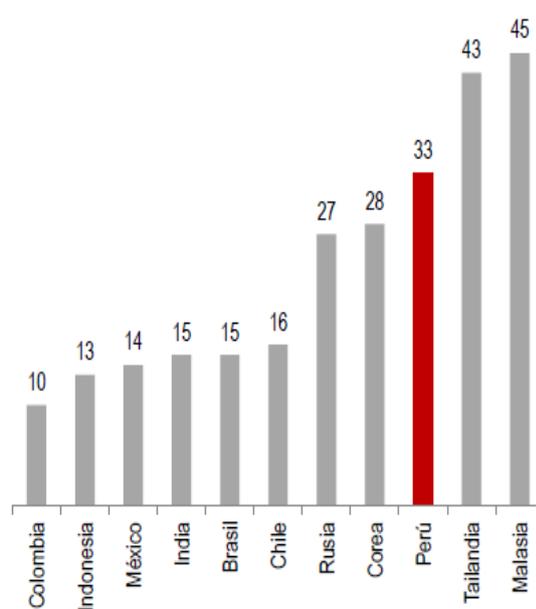
Reservas Internacionales Netas
(Miles de millones de US\$)



* Al 15 de febrero de 2013
Fuente: BCRP

Fuente: Proinversión

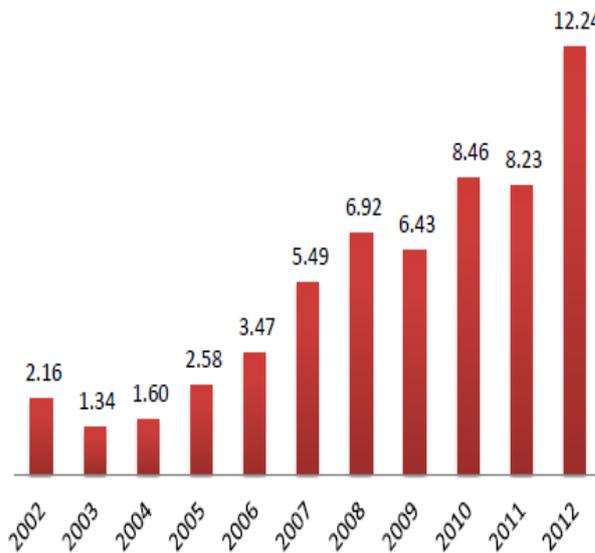
Reservas Internacionales Netas - Diciembre 2012
(% del PBI)



Fuente: Bancos Centrales

Anexo 21: Flujo de Inversión Extranjera Directa 2000-2012

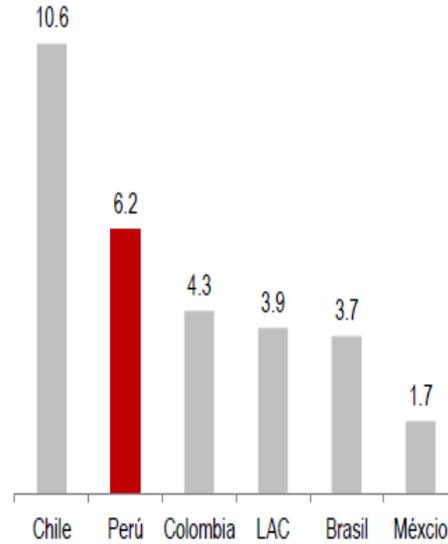
Flujo de inversión directa extranjera neta
2002-2012
(Miles de millones de US\$)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

Fuente: Proinversión

Inversión directa extranjera - Latinoamérica 2012¹
(% del PBI)



Fuente: BID

1/ en el caso de Perú y Chile, cifras al cierre. Fuentes: BCRP y Banco Central y Chile

Anexo 22: Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) - 2012

MONTO DE AHORRO ACUMULADO DEL FONDO DE ESTABILIZACIÓN FISCAL (En Millones de US\$)

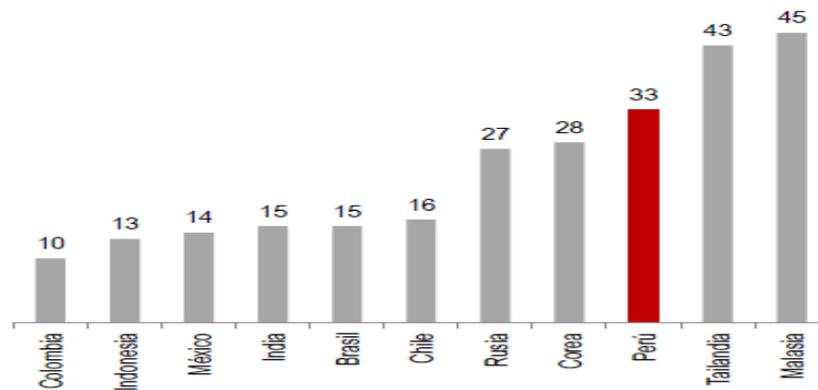
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
I. SALDO A INICIO DEL PERÍODO	0,0	100,3	182,5	311,8	295,0	301,8	313,9	336,3	485,2	1 806,6	1 813,6	2 113,6	5 626,5
1. Ingresos (a) + (b)	100,3	174,2	129,3	5,0	6,8	12,1	22,4	149,1	1 321,3	7,1	300,0	3 512,9	1 542,6
a. Transferencias del Tesoro Público	97,2	168,7	125,8	1,9	2,8	2,7	6,7	127,8	1 295,5	3,4	296,2	3 505,4	1 536,7
Saldo presupuestal de Recursos Ordinarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	112,4	1 289,5	0,0	281,1	2 398,6	1 535,7
Venta de Activos	0,0	163,7	7,4	1,9	0,3	0,6	6,2	10,3	6,0	0,2	11,4	0,3	0,0
Concesiones	97,1	5,0	118,4	0,0	2,5	2,1	0,5	5,1	0,0	3,2	3,7	4,7	1,0
Aporte Extraordinario (DU.N° 012-2011) ^{1/}												1 101,8	
b. Intereses	3,1	5,5	3,5	3,1	4,0	9,4	15,7	21,3	25,8	3,6	3,8	7,5	5,9
2. Egresos ^{2/}	0,0	92,0	0,0	21,8	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
II. SALDO A FIN DEL PERÍODO	100,3	182,5	311,8	295,0	301,8	313,9	336,3	485,2	1 806,6	1 813,6	2 113,6	5 626,5	7 169,1
En % del PBI	0,2	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	1,4	1,4	1,4	3,2	3,6
Nota: PBI en millones de US\$	53 377	53 982	56 797	61 387	69 752	79 395	82 439	107 443	127 115	127 370	153 964	176 781	199 882

1/ Se transfirió por Apoyo del Tesoro Público (US\$ 726,0 millones) y el 50% de los saldos de balance del ejercicio del 2010 (US\$ 375,8 millones).

2/ El egreso correspondiente al año 2001 fue autorizado mediante Acuerdo del Directorio del FEF N° 01-2001 (20/12/2001), al cumplirse que los ingresos corrientes de la fuente de financiamiento de Recursos Ordinarios eran menores en más de 0,3% del PBI respecto del promedio de los últimos tres años, y fue utilizado para Gasto Social en programas de alivio a la pobreza. El egreso correspondiente al año 2003 se debió al pago de servicio de deuda contemplado en el "Programa de Transmisión y Apoyo a la Reestructuración del Subsector Eléctrico" (operación de endeudamiento con el BID), el cual se financiaría con los recursos de la privatización de ETECEN y ETESUR, de acuerdo al D.S. 149-2002-EF. En el 2007, el egreso corresponde a una devolución por la resolución del contrato de compra venta de un inmueble, y por el pago en exceso y transferencia de bienes entre ETESUR S.A. y Red de Energía del Perú S.A.

Fuente: DGETP – MEF

Anexo 23: Porcentaje de las RIN en relación al PBI en el mundo 2012



Fuente: Proinversión (Marzo, 2013)

Anexo 24

DETALLE DE INGRESOS Y EGRESOS DEL FONDO DE ESTABILIZACIÓN FISCAL: AÑO 2012
(En US\$)

I. SALDO DEL AÑO 2011		5 626 559 241,19
II. INGRESOS 2012 (1+2)		1 542 564 216,77
1. TRANSFERENCIAS DEL TESORO PÚBLICO (a+b+c)		1 536 709 031,34
a. Transferencia del Saldo de Libre Disponibilidad del Año 2011	1 535 703 118,17	
Saldo bruto por la fuente de financiamiento Recursos Ordinarios ^{1/}	2 987 170 936,10	
Previsiones en cumplimiento de Ley de Presupuesto 2012 y DU 054-2011 ^{2/}	-1 451 467 817,93	
b. Privatizaciones	0,00	
c. Concesiones	1 005 913,17	
Proyecto minero La Granja	388 496,32	
Proyecto minero Magistral	233 824,94	
Proyecto minero Michiquillay	97 837,83	
Bandas 10,15 - 10,30 GHZ Y 10,50 10,65 de Lima y Callao	22 080,00	
Bandas 899-915 MHz y 944-960 MHz, Lima y Callao	200 000,00	
Hotel de Turistas Machu Picchu	63 674,08	
2. INTERESES		5 855 185,43
III. EGRESOS		0,00
IV. SALDO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2012 (I+II-III)		7 169 123 457,96
En porcentaje del PBI		3,6
<i>Nota: PBI en US\$</i>		<i>199 682 434 561</i>

1/ Ingreso menos gastos por la fuente de financiamiento de Recursos Ordinarios. En los ingresos se incluyen recursos del Tesoro Público por recaudación tributaria, regalías de hidrocarburos, recursos provisionados en el año 2010 y otros ingresos neto de transferencias por concepto de canon, Plan de Incentivos a la Mejora de la Gestión Municipal, Programa de Modernización Municipal, FONIPREL, transferencia de los Otros Recursos Extraordinarios (ORE) al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados del Petróleo correspondiente al ejercicio 2011 (y transferido en el 2012), entre otras.

2/ Mediante la Ley de Presupuesto del Sector Público del año fiscal 2012 se autorizaron gastos para continuidad de inversiones, acciones para combatir la inseguridad ciudadana con cargo al Fondo Especial para la Seguridad Ciudadana, incentivos a través de los Comités de Administración del Fondo de Asistencia y Estímulo (CAFAE), entre otras actividades, programas o proyectos. Por su parte, mediante el Decreto de Urgencia N°054-2011 se autorizó la emisión del Bono de Incentivo por la Ejecución Eficaz de Inversiones (BOI).

Fuente: DGETP – MEF.