



Fondos Soberanos

2014

ESADE

Ramon Llull University

ESADEgeo-CENTER
FOR GLOBAL ECONOMY
AND GEOPOLITICS

KPMG

**INVESTIN
SPAIN**

Índice

Prefacio	5
Introducción	7
La inversión de los fondos soberanos en 2013: Una búsqueda constante de operaciones de calidad	11
I Análisis Geográfico	19
Fondos soberanos en España y América Latina	21
Las inversiones en renta variable del GPFG de Noruega: Un fondo soberano europeo para Europa	49
El sueño norteamericano: Fondos públicos estadounidenses y canadienses	633
II Análisis Sectorial	77
Inversión de los fondos soberanos en infraestructuras	79
Fondos soberanos y real estate: El despertar de España	91
La inversión de los fondos soberanos en servicios financieros: Con la vista en el pasado, anticipando el futuro	97
Anexo Ranking ESADEgeo. Fondos soberanos 2014	105

Prefacio

The background features a series of overlapping circles and thin lines in various shades of orange and red, creating a network-like pattern. The largest circle is in the upper left, with several lines radiating from its center. Other circles of varying sizes are scattered across the page, connected by thin lines that form a complex, interconnected structure.

1. Prefacio

Durante 2014 la recuperación de la economía mundial ha continuado avanzando, aunque de manera más moderada de lo inicialmente previsto y dando muestra de una significativa heterogeneidad, debido principalmente a las desiguales tasas de crecimiento registradas en los diferentes países. Repuntó la actividad en las economías avanzadas, aunque no al mismo ritmo en todas ellas. Por su parte, las economías emergentes ajustaron sus tasas de crecimiento a niveles ligeramente inferiores a los registrados en años anteriores. No obstante, han continuado escalando posiciones en la economía mundial, avanzando a tasas significativamente más elevadas que las economías avanzadas y ejerciendo de motor de la economía global.

Así, economías como China, Rusia o Emiratos Árabes Unidos son exportadoras de capitales cada vez más importantes, debido a su cómoda posición fiscal, sus tasas de ahorro interno y su abundante dotación de materias primas. En este contexto, estos países desempeñan un rol cada vez más relevante como emisores de inversión extranjera directa en el mundo: en 2013 las economías en desarrollo generaron más del 33% de las salidas mundiales de Inversión Extranjera Directa, cuando en 2000 representaron tan solo el 12%.

Tal y como quedó reflejado en las ediciones anteriores del presente Informe, algunos de estos países están canalizando su creciente poder inversor a través de fondos soberanos, cuyas decisiones estratégicas cuentan con un impacto cada vez mayor en la economía mundial. Debido al relevante y creciente papel que desempeñan estos instrumentos de inversión, ESADE Business School, KPMG e ICEX-Invest in Spain, presentan la tercera edición del Informe de Fondos Soberanos, con el objetivo de seguir profundizando en el estudio de la estrategia y las tendencias mundiales de los fondos soberanos.

En la presente edición, el informe analiza las principales actividades llevadas a cabo por los fondos soberanos durante 2013 y principios de 2014, además de sus estrategias, decisiones de inversión y alianzas o colaboraciones con otros fondos y otros inversores institucionales. Además, se analizan en profundidad tres nuevas áreas. En primer lugar, se estudia en detalle la estrategia inversora y la cartera de activos del fondo soberano más grande del mundo: el Government Pension Fund Global noruego. En segundo lugar, se realiza un estudio detallado de los fondos públicos norteamericanos y los principales fondos de pensiones canadienses. En tercer lugar, se analiza en detalle la presencia de los fondos soberanos en tres sectores: infraestructuras, inmobiliario y servicios financieros.

Al igual que en ediciones anteriores, el informe centra la atención en España y sus empresas, que, en los últimos años, han alcanzado un importante protagonismo en Europa como receptoras de inversión de fondos soberanos y empresas estatales, sobre todo en aquéllas con presencia en Latinoamérica. El posicionamiento estratégico de las empresas españolas, tanto geográfico como sectorial, junto con el conocimiento y experiencia de sus equipos directivos, contribuirán a que España continúe siendo un importante destino para estos inversores internacionales en los próximos años.

Esperamos que esta nueva edición del estudio sobre el papel que están teniendo los fondos soberanos en la economía mundial cuente con su interés.

FIRMADO

Jaime García-Legaz

Secretario de Estado de Comercio

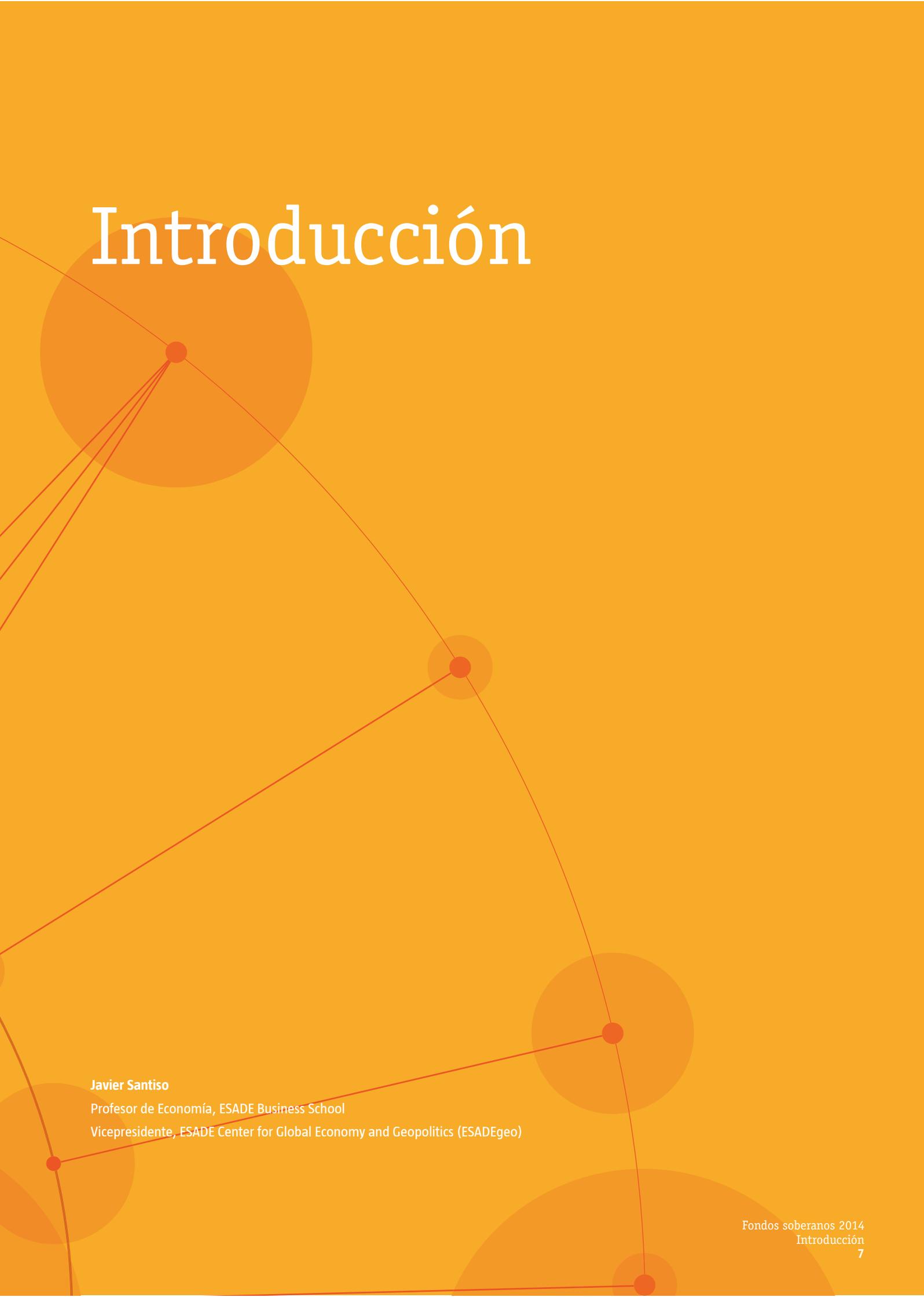
Javier Solana,

Presidente, ESADEgeo

John Scott,

Presidente, KPMG España

Introducción

The background is a solid yellow color. Overlaid on this are several semi-transparent orange circles of varying sizes. A network of thin, dark red lines connects the centers of these circles, creating a web-like structure. The largest circle is in the upper left quadrant, and other circles are scattered across the page, with lines connecting them in a non-linear fashion.

Javier Santiso

Profesor de Economía, ESADE Business School

Vicepresidente, ESADE Center for Global Economy and Geopolitics (ESADEgeo)

2. Introducción

Este informe Fondos Soberanos 2014 es el tercero realizado por ESADEgeo, con el apoyo de KPMG e ICEX-Invest in Spain. Quisiéramos empezar agradeciendo a ambas instituciones el apoyo recibido, que hace realidad este tercer informe anual sobre fondos soberanos. Además, agradecemos a Javier Capapé y a Tomás Guerrero su excelente trabajo de análisis y coordinación del Informe; por último, a Samuel Granados, por el diseño de infografías de primer nivel internacional, como demuestra su reciente incorporación como editor sénior en *The Washington Post*.

Este trabajo no es un esfuerzo aislado. Se enmarca en una serie de actividades impulsadas por ESADEgeo a lo largo de los últimos tres años. En 2011, Javier Santiso asesoró al gobierno colombiano junto al entonces Ministro de Finanzas, Juan Carlos Echeverry, y su equipo, para la creación de su fondo soberano (hoy dedicado a la innovación). También se ha lanzado una serie de conferencias sobre mercados emergentes, *ESADEgeo Globalization Lab*, ya que muchos de estos países cuentan con instituciones de este tipo. El 30 de mayo de 2011 se celebró un Lab sobre fondos soberanos con Victoria Barbary, entonces en Monitor Group (Londres). El 7 de febrero de 2012 contamos con Christopher Balding de la Peking University HSBC Business School (Shenzhen, China), quien presentó su último libro. Además, también contribuimos en el libro editado por Karl Sauvart, *Sovereign Investment*, con un capítulo sobre el sesgo político de las inversiones de los fondos soberanos. Durante el pasado curso 2013-2014 hemos participado en la elaboración de un capítulo sobre los fondos soberanos y América Latina en el *Global Public Investors 2014* editado por OMFIF (Londres). Además, hemos reforzado nuestra colaboración con The Fletcher School (Tufts University) al incorporar el análisis de tendencias de los fondos elaborado por Patrick Schena; también en 2014 presentamos un overview de la industria de los fondos soberanos en *Sciences Po* (París). El Informe ya se ha establecido como referencia internacional: se trata de la única fuente especializada en fondos soberanos citada por el *World Investment Report 2013*, editado por la UNCTAD (Ginebra).

El presente Informe se estructura en tres bloques temáticos. En el primero abordamos las principales tendencias que han seguido los fondos soberanos a lo largo del año 2013 (Patrick Schena y Neeraj Prasad). En el segundo bloque, dedicado al análisis geográfico: centramos el objetivo sobre España y Latinoamérica (Javier Santiso y Germán Ríos), Noruega (Javier Capapé y Tomás Guerrero) y Norteamérica (Paul Rose). En el tercer bloque, estudiamos la actividad sectorial de los fondos soberanos: el sector inmobiliario (con un foco español elaborado por Xavier Reig), las infraestructuras (Victoria Barbary) y los servicios financieros (Patrick Schena).

Varias conclusiones se desprenden del análisis obtenido en el Informe Fondos Soberanos 2014:

- El fenómeno de los fondos soberanos continúa su expansión por todas las regiones emergentes, no sólo por Asia y Medio Oriente, sino también por África y América Latina. Existen en la actualidad 84 fondos soberanos operativos y sus activos alcanzan los 5,9 billones de dólares. La cifra de fondos constituidos y potenciales está por encima de la centena. Se mantiene la concentración de las inversiones: los fondos más grandes aglutinan la mayoría de las operaciones. Los sectores receptores clásicos –inmobiliario y servicios financieros– atrajeron nuevo capital. En concreto, la inversión en inmobiliario muestra bien la paradoja de muchos inversores institucionales en el sector: los fondos aumentan su tamaño medio y con ello experimentan mejoras de competitividad. Sin embargo, ese mayor tamaño también supone una dificultad a la hora de invertir eficientemente volúmenes de capital cada vez mayores.
- El análisis de las tendencias globales de los fondos refleja dos tendencias importantes. Primero, se recuperan las inversiones en “consorcio”: en 2013 el número de operaciones directas desarrolladas por los fondos de manera conjunta (varios fondos co-invirtiéndose en el mismo activo) superó a las operaciones individuales. Esto no ocurría desde 2009, mostrando un aprendizaje: el fortalecimiento del conocimiento mutuo entre estos fondos. Segundo, destaca el interés de las inversiones Sur-Sur, que de nuevo alcanzan un puesto prioritario para los fondos soberanos. En este sentido, destacamos que las dos operaciones más importantes de 2013 tienen como telón de fondo un acuerdo de entendimiento (MOU) entre un gobierno y un fondo soberano; en ambos casos, esos acuerdos se han establecido con gobiernos de países emergentes o frontera. Qatar Investment Authority comprometió 5.000 millones de dólares en Malasia para desarrollar una nueva área industrial petroquímica al sur de la Península; por su parte, Mubadala, ha firmado un acuerdo valorado en otros 5.000 millones de dólares para incrementar las exportaciones de bauxita en Guinea, además de construir un puerto y una refinería de aluminio.
- En el Informe 2012 resaltamos que Europa fue la principal región receptora de inversiones en 2011 y, dentro de Europa, España y sus empresas fueron el principal destino de los fondos soberanos con 8.340 millones de dólares de inversión, por delante de Francia, Reino Unido y Alemania. En 2013, mostramos que España continúa como un objetivo prioritario de los fondos soberanos, con la ampliación de capital de Qatar Investment Authority en Iberdrola, Temasek en Repsol, o la llegada de la primera gran operación inmobiliaria con la compra del Hotel W en Barcelona por parte de Qatari Diar. En total, entre 2007 y 2014, los fondos soberanos han volcado en España más de 13.000 millones de euros de inversión directa, un 10% del total invertido por los extranjeros en activos reales: mostrando la capacidad de inversión anti-cíclica que poseen estos inversores de largo plazo. Entre los inversores más activos destacan fondos soberanos como Qatar Investment Authority (a través de su brazo de inversiones directas: Qatar Holding);

International Petroleum Investment Corporation (IPIC) y Mubadala (Emiratos Árabes Unidos); y Temasek y GIC (Singapur). En el periodo que analiza este Informe 2014, desde enero de 2013 y hasta mediados de 2014, hemos identificado un flujo de inversión en empresas españolas (equity) valorado en más de 2.700 millones de euros. Destaca de manera principal la recuperación de la confianza en España por parte del gigante noruego Government Pension Fund Global (GPF) que ha incrementado sus participaciones en acciones españolas en un 15%. Y además, ha vuelto a confiar en la deuda española multiplicando sus posiciones casi por cinco, hasta alcanzar los 3.323 millones de euros a finales de 2013, situando a España en el puesto duodécimo –por inversión recibida en deuda soberana- por delante de Canadá, Rusia o Australia.

- En este Informe esbozamos una estrategia sistemática para potenciar en España fondos de fondos bilaterales (sobre todo de capital riesgo, capital expansión y venture capital). Para ello, nos fijamos en el ejemplo de países como Italia, Francia o Irlanda, que han establecido acuerdos (o creado nuevas compañías de inversión) entre gobiernos y fondos soberanos para financiar sectores específicos o cubrir etapas de inversión más complejas (el capital expansión en España es un buen ejemplo). ¿Por qué no aprovechar el tirón de la inversión en España y sus empresas para establecer un acuerdo de este tipo?
- Los fondos de pensiones canadienses y los fondos soberanos de Estados Unidos también son objeto de estudio en este Informe. En su mayoría, desconocidos para el gran público, conocemos el origen de los fondos soberanos estadounidenses, muchos de ellos anteriores al siglo XX. Y además, incidimos en la creación y fortalecimiento de nuevos fondos soberanos modernos, ligados a la extracción de *shale gas*. Analizamos además a los (grandes) fondos de pensiones públicos canadienses. Actores que, sin ser fondos soberanos por presentar obligaciones de pensiones, siguen estrategias de inversión muy innovadoras, sofisticadas y directas y ganan peso en el mercado europeo.
- El fondo soberano noruego sigue a la cabeza de los fondos por volumen de activos gestionados. Muy próximo a los 900.000 millones de dólares, se encamina con paso seguro hacia el billón de dólares. Remarcamos de nuevo la naturaleza del fondo que, a pesar de incluir *pension* en su nombre, no es un fondo de pensiones. Descubrimos un marcado sesgo europeo en sus inversiones de renta variable, que penaliza la inversión en acciones norteamericanas y sitúa al Reino Unido como destino principal, seguido (históricamente) por Francia, Alemania, Suiza y España.
- Los fondos soberanos son actores casi idóneos para la inversión en infraestructuras. Dada su dimensión de inversores de largo plazo, los fondos soberanos encuentran en las infraestructuras un tipo de inversión que diversifica sus carteras ya que suele mostrar baja correlación con acciones y bonos. Además asegura un tipo de retorno que cuadra con sus obligaciones de largo plazo y sus objetivos de transferencia de riqueza inter-generacional: los retornos son estables y cubiertos ante el riesgo de inflación. Geográficamente, Europa sigue dominando y en concreto, Reino Unido se mantiene como atractivo en aeropuertos y *utilities* como el agua. Sin embargo, en 2013, se produjo un avance importante de la inversión en infraestructuras de mercados emergentes (23% del total), liderado por América Latina. En total, los fondos dedicaron 700 millones de dólares a la inversión en infraestructuras en estos mercados; lejos aún de las necesidades de inversión, estos primeros pasos pueden servir como entrada en mercados como Brasil o México, además de África o Sudeste Asiático donde las necesidades en las próximas decenas son patentes.
- En 2013, el sector financiero se ha fortalecido como destino de inversión de los fondos soberanos. Esto demuestra que el sector financiero continúa siendo un sector clave de inversión para los fondos; adicionalmente, se descubre una nueva tendencia, ya que los fondos están dirigiendo sus inversiones en el sector hacia regiones geográficas nuevas. El objetivo estratégico, para algunos fondos, se ha centrado en asegurar la estabilidad financiera doméstica y en fortalecer los fundamentos de sus propios sistemas bancarios. Como comentado, para algunos fondos, se puede distinguir un nuevo foco geográfico, movido por perspectivas positivas y nuevos datos demográficos y socioeconómicos. Los fondos soberanos se han convertido en una fuente de capital relevante para las compañías financieras globales: cerca de 270 operaciones en el sector desde 2006 y un 70% de éstas tras la crisis financiera global. Todo ello lleva a preguntarse sobre la actuación de los fondos soberanos como inversores en este sector: ¿Qué estrategia siguen los fondos soberanos en su inversión en el sector financiero? Y ¿Qué implicaciones se derivan? Respondemos a ambas cuestiones en este capítulo.
- En definitiva, en este Informe 2014 corroboramos el peso firme de los fondos soberanos emergentes en el conjunto de la industria. Esta tendencia se alinea con el mayor peso de los mercados emergentes en la economía global, que sigue más vigente que nunca y que tiene, en los fondos soberanos, un exponente nítido. Los fondos soberanos están desarrollando capacidades de inversión cada vez mayores y más sofisticadas, establecen nuevos acuerdos con los gobiernos de los países (europeos, africanos y asiáticos), refuerzan sus alianzas de co-inversión y se fortalecen en sectores globales como el inmobiliario o las infraestructuras.



Patrick J. Schena

Doctor, Profesor Asistente Adjunto e Investigador Principal y Co-Head de SovereigNET:
Fletcher Network for Sovereign Wealth and Global Capital The Fletcher School, Tufts University

Neeraj Prasad

Doctorando, The Fletcher School, Tufts University

La inversión de los fondos soberanos en 2013: Una búsqueda constante de operaciones de calidad

3. La inversión de los fondos soberanos en 2013: Una búsqueda constante de operaciones de calidad

El año 2013 estuvo marcado por un avance constante tanto en el número como en el tamaño de los fondos soberanos a escala mundial. Incluyendo el año 2006, cuando se establecieron 10 nuevos fondos, desde entonces se han creado unos 25 fondos soberanos, sobre todo en las economías emergentes¹. Entre esos 25, 10 fondos se establecieron en África, que hoy ya es el hogar de 15 fondos soberanos. El crecimiento de los activos se ha expandido asimismo desde entonces: según algunas estimaciones, el volumen que gestionan los fondos se ha doblado en estos últimos siete años hasta alcanzar los casi 6 billones de dólares actuales. Esta breve reflexión sobre la rápida expansión de los fondos soberanos como una clase de inversor institucional global es importante. Si bien este dato agregado puede enmascarar las diferencias sustanciales en el tamaño y la escala de los fondos soberanos, pensamos que esta reflexión ayudará a comprender los retos que supone la gestión de activos cada vez mayores y la búsqueda constante de operaciones e inversiones de calidad. Estos retos serán más pronunciados a medida que el tamaño medio de los fondos soberanos siga creciendo y asociado a este reto se presenta la competencia por invertir el capital de manera eficiente.

Definición y metodología

Comenzamos nuestro análisis con una breve advertencia sobre la definición y la metodología, que creemos que tiene aplicación para la investigación en general de las actividades de inversión de los fondos soberanos. En primer lugar, las definiciones son importantes². En este contexto, nuestra definición de “fondo soberano” es amplia e incluye lo que se conoce comúnmente como fondos de estabilización, soberanos, desarrollo y reserva de pensiones. Además, nuestra investigación sobre la actividad de inversión, descrita y analizada en este capítulo, se centra en las inversiones directas de los fondos soberanos realizadas en privado frente a mercados cotizados, es decir, lo que se podría describir como “*private equity*”. Además de estas operaciones de *private equity* se incluyen las operaciones en las que los fondos soberanos invierten en deuda. Además, nuestra investigación intenta aislar la contribución directa de un fondo soberano a una transacción. Esto incluye las estimaciones del capital aportado o destinado directamente a la operación. Puesto que las cantidades de operaciones o contribuciones de fondos soberanos directas con frecuencia no se declaran o se refieren a compromisos de capital en lugar de cantidades invertidas, las estimaciones anuales de inversión extranjera directa de fondos soberanos puede variar ampliamente entre los investigadores.

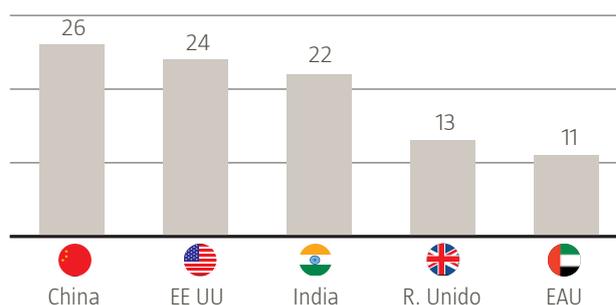
¹ Dado que tanto la definición y el recuento de los fondos soberanos siguen siendo temas de considerable debate, es difícil ponderar definitivamente el impacto del crecimiento de esta categoría de inversores institucionales. No obstante, estimaciones válidas así lo sugieren.

² Javier Capapé y Tomás Guerrero. 2013. “More layers than an onion: Looking for a definition of Sovereign Wealth Funds” Documento de Investigación de SovereignNET, The Fletcher School, Tufts University, Medford, MA.

Dominan nuestro análisis los grandes fondos y, por tanto, la concentración es uno de los temas clave de las tendencias que se describen en este capítulo. Se trata de un sesgo natural que producen los datos. De hecho, en 2013 se identificaron más de 160 transacciones confirmadas que contaron con fondos soberanos, concentradas en los fondos más grandes. Otras tendencias ya consolidadas son el interés especial por industrias como los servicios financieros o el inmobiliario, que se mantienen en continuidad con años anteriores. Con respecto al comportamiento de la inversión, ha surgido un patrón que sugiere que el tamaño medio de inversión de los fondos soberanos en cada transacción individual ha aumentado después de años disminuyendo.

Gráfico 1

Operaciones de los fondos soberanos por país en 2013



Fuente: Fletcher SWF Transaction Database (2014)

Análisis global de inversiones

Tal como ha sido documentado extensamente³, los años inmediatamente posteriores a la crisis financiera fueron testigos de grandes inversiones de fondos soberanos dirigidas al sector financiero. Estas infusiones fueron impulsadas por la necesidad de liquidez y de recapitalización inmediata en grandes bancos globales, tanto nacionales como extranjeros. Durante este periodo —entre 2010 y 2012— se completaron transacciones relativamente más pequeñas con empresas cotizadas no financieras, entre las que se incluían AMD, Nova Chemicals, Daimler, Porsche, CEPSA, Frac Tech y Siemens. La inversión de fondos soberanos en estas empresas pretende, en ocasiones, facilitar la expansión de las empresas en el país originario del fondo soberano, ya sea para acumular una mayor capacidad de producción, o bien para asegurar el acceso a un flujo continuado a las materias primas.

³ Véase también el capítulo 7 sobre Servicios Financieros de Patrick Schena en este Informe 2014.

Más recientemente, se observan inversiones considerables de fondos soberanos dirigidas a grandes proyectos de desarrollo inmobiliario. Entre ellos, municipios, zonas industriales e infraestructuras. O para el desarrollo de activos estratégicos, como son los recursos naturales, incluidos la extracción y refino. Muchas de estas inversiones representan compromisos de capital que se desplegarán en los próximos cinco años, es decir, a medida que el proyecto se desarrolla. Por lo general son impulsados por “acuerdos de entendimiento” (MOU) firmados por el Estado y una empresa privada, o entre dos estados, en el que el fondo soberano juega un papel clave no solo como fuente de financiación, sino también como facilitador del comienzo y estructurador de las operaciones. Dos ejemplos servirán para ilustrar esto.

En 2013, las mayores adquisiciones extranjeras de los fondos soberanos fueron dos operaciones de 5.000 millones de dólares cada una. Ambas operaciones involucraron un MOU firmado

entre el fondo soberano y el gobierno nacional que recibía la inversión. En la primera, Mubadala firmó un acuerdo con el gobierno de Guinea para construir una refinería de bauxita y aluminio en Guinea. En esta operación, mil millones de dólares se destinaron a la construcción de infraestructuras para extraer y exportar bauxita, mientras que otros 4.000 millones de dólares se utilizarán para construir una refinería de aluminio y un puerto. Del mismo modo, QIA (Qatar Investment Authority) acordó invertir 5.000 millones de dólares en el Complejo Petroquímico Integrado de Pengerang en el estado sureño de Johor, en Malasia. Ambas operaciones implican compromisos de capital en un periodo de tres a cuatro años.

Si nos centramos en las mayores operaciones de fondos soberanos de 2013, de las cinco principales, tres operaciones tuvieron lugar en el sector inmobiliario y construcción, mientras que dos de ellas tuvieron como destino los recursos naturales.

Tabla 1

Concentración de operaciones por tamaño (2013)

Fondos soberanos	Empresas de destino	Subsector	Dólares (millones)
Qatar Investment Authority	Activos inmobiliarios de Barwa (Qatar)	Bienes inmuebles -Mezcla	7.100
Qatar Investment Authority	Desarrollo del Complejo Integrado de Pengerang (Malasia)	Recursos naturales – Petroquímicos	5.000
Mubadala Development Company	Infraestructura de bauxita y aluminio y puerto (Guinea)	Recursos naturales y construcción	5.000
Khazanah Nasional Bhd Temasek Holdings	Municipio DUO (Singapur)	Bienes inmuebles – Construcción	3.194
GIC	Complejo de oficinas en Broadgate (Reino Unido)	Bienes inmuebles – Construcción	2.720

Fuente: Base de datos de transacciones de fondos soberanos Fletcher (2014)

El tamaño medio de las operaciones de las cinco mayores operaciones en los últimos 5 años fue de aproximadamente 3.700 millones de dólares; sin embargo, en 2013 aumentó hasta casi 4.600 millones de dólares. Además, cabe destacar que 17 de las 25 operaciones más grandes han sido transacciones individuales. En línea con esta tendencia, tres de las cinco principales operaciones de 2013 eran también individuales, incluida la que ocupa el número uno este año: la adquisición por parte de QIA de los activos de Barwa por 7.100 millones de dólares, completada a través de su brazo inmobiliario, Qatari Diar. A fin de ampliar su tradición de co-inversión activa en operaciones de gran envergadura, Temasek y Khazanah se asociaron para invertir más de 3.000 millones de dólares en un desarrollo urbanístico en Singapur.

Temasek lideró la clasificación por número de operaciones cerradas en 2013, aproximadamente 40. Seguido de GIC con 27, Qatar Investment Authority con 20, Khazanah Nasional Bhd con 15 y China Investment Corporation con 12. De las 67 operaciones cerradas por los dos fondos soberanos de Singapur, 20 fueron en China y 13 en la India. Por el contrario, Catar dirigió su atención a la región del Golfo, América del Norte y el Sudeste Asiático, completando cinco inversiones en los Emiratos Árabes Unidos y cuatro en EE.UU. e India. En línea con su mandato, Khazanah realizó hasta seis inversiones dentro de la propia Malasia y tres inversiones en Turquía y China.

3. La inversión de los fondos soberanos en 2013: Una búsqueda constante de operaciones de calidad

Geográficamente, China fue el destino preferido de los fondos en 2013 con la mayor cantidad de operaciones (26), seguida de cerca por EE.UU. y la India (Gráfico 1). Como se ha señalado, Temasek y GIC realizaron 20 de las 26 inversiones chinas: 14 llevó a cabo Temasek y 6 GIC. Del mismo modo, los fondos de Singapur representaron 12 de las 21 inversiones realizadas en la India, y Emiratos Árabes Unidos realizó las otras 9 inversiones en la India. Estados Unidos, como era de esperar, continuó atrayendo el grupo más diverso de inversores soberanos: Singapur (9), Emiratos Árabes Unidos (4), Noruega (3) y una inversión de Nueva Zelanda, Kuwait, Malasia y China.

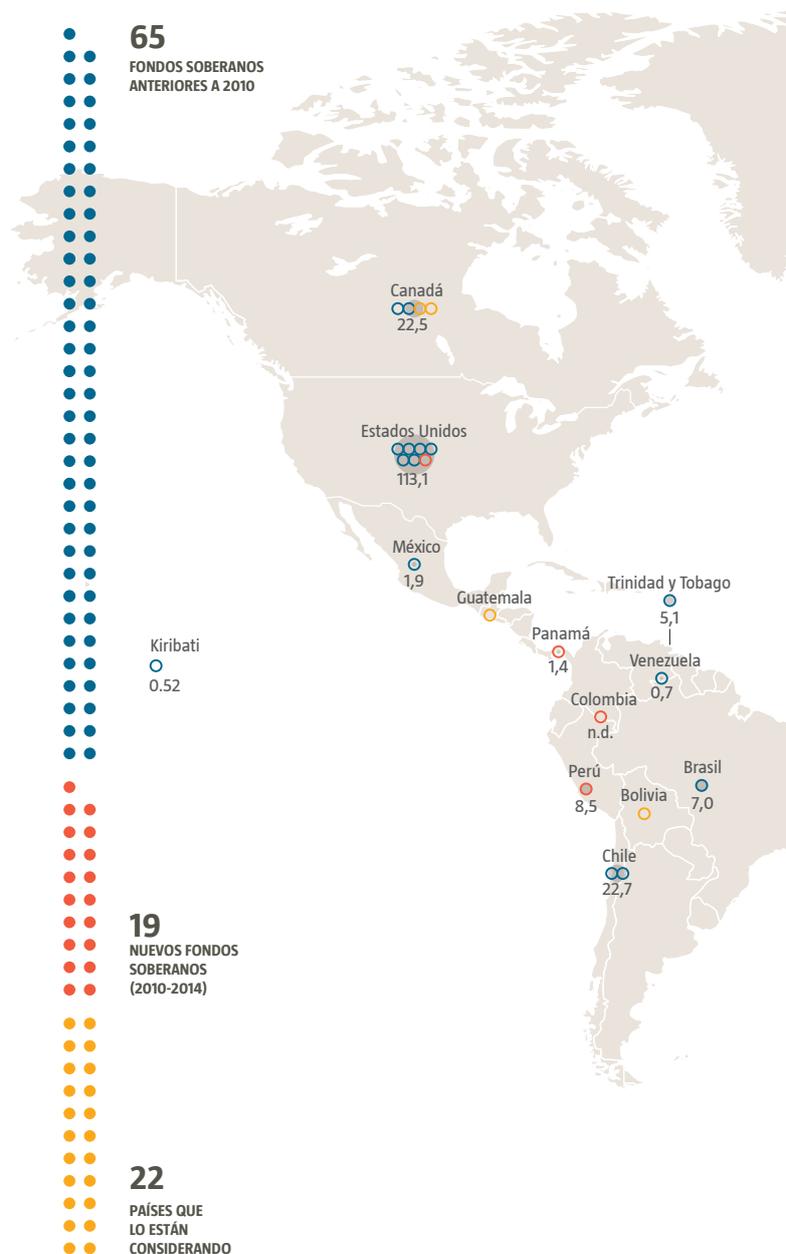
En Europa, España ha sido un destino típico de inversión de los fondos soberanos en los últimos cinco años. Mientras que el número de inversiones se ha limitado, el tamaño de las operaciones ha sido relativamente grande. Por ejemplo, IPIC de Abu Dabi invirtió en dos tramos en la petrolera CEPSA, con sede en España. La primera inversión, en 2009, supuso la compra de una participación de 4.370 millones de euros, que supuso controlar un 47%. En 2011, IPIC aumentó su participación en CEPSA mediante la compra del paquete de acciones que controlaba la francesa Total, valorado en 5.000 millones de euros. También en 2011, QIA compró una participación del 6,1% en Iberdrola por alrededor de 2.800 millones de dólares. A cambio, Iberdrola acordó establecer una sede regional y una unidad de investigación y desarrollo en Qatar. En 2013, Temasek adquirió una participación del 5% en el gigante del petróleo y gas español Repsol por aproximadamente 1.300 millones de dólares.

Los fondos soberanos han apuntado asimismo a América Latina aunque en una escala más limitada, desde 2009. Ha habido 17 ofertas identificadas en la región, principalmente en Brasil, Chile, Colombia y México. No hay una tendencia clara que explique el interés de los fondos soberanos por América Latina, ya que el número de operaciones ha variado de una a siete (en 2010). En 2013, dos operaciones interesantes de relevancia fueron el consorcio entre Mubadala y Trafigura para invertir 966 millones de dólares en la adquisición de un puerto destinado al hierro –MMX Porto Sudeste– del empresario brasileño Eike Batista y, además, la suscripción de GIC en la ampliación de capital de Aegea Saneamento e Participações SA, filial de Grupo Equipav.

Infografía 1

Mapa mundial de fondos soberanos (2014)

ACTIVOS GESTIONADOS
(US\$ Miles de millones)



3. La inversión de los fondos soberanos en 2013: Una búsqueda constante de operaciones de calidad

Con arreglo a los términos de la operación de MMX Porto Sudeste, Trafigura tendrá una participación del 65 % en MMX Porto Sudeste Ltda, actualmente en construcción, mientras Mubadala se quedará con el 35 % restante. La operación de GIC se tradujo en 135 millones de dólares de inversión en la empresa de tratamiento de agua potable y aguas residuales de Brasil, que se utilizará para ayudar a la empresa a mantener sus planes de crecimiento.

En 2013, de las 161 operaciones registradas, 71 fueron co-inversiones, es decir operaciones de inversión con la participación de un fondo soberano junto a otros inversores. Durante los últimos cinco años, casi el 50 % de las inversiones han sido co-inversiones. Un 65 % de estas co-inversiones se establecen con otros gestores de fondos, incluidos los fondos de *private equity*, compañías de seguros y fondos de pensiones. En promedio, alrededor del 25 % de todas las ofertas de co-inversión incluyen un socio “técnico”. Esta tendencia continuó en 2013; un 28 % de las ofertas del consorcio contó con la participación de un socio técnico. La tendencia apunta a que los fondos soberanos también se asociarán directamente con los gobiernos, dado el interés creciente de los gobiernos locales para atraer inversión de fondos soberanos. El acuerdo del Gobierno de Guinea mencionado anteriormente con Mubadala para desarrollar mejoras en la extracción de bauxita y aluminio es un ejemplo de ello. Asimismo, el gobierno ruso, a través de Russia Direct Investment Fund, ha estado sondeando a China Investment Corporation y Qatar Investment Authority para invertir en proyectos rusos⁴.

Desde una perspectiva sectorial, los servicios financieros, definidos de manera amplia, y el sector inmobiliario, mantienen su ventaja perenne como sectores de destino de la inversión de fondos soberanos. De las 49 inversiones en el sector financiero, 11 inversiones se realizaron en bancos, 3 en bolsas de valores, 7 en compañías de seguros y 22 inversiones se realizaron en otras estructuras de inversión, incluidos fondos y socios privados, como fondos de *private equity*, REIT, etc. Estas operaciones están en línea con las inversiones de los fondos soberanos observadas en los últimos cinco años, donde la inversión en bancos representa el 25 % y los fondos de inversión representan el 40 % de todas las inversiones recibidas por el sector financiero. En el sector inmobiliario, contamos aproximadamente más de 30 nuevas operaciones; 10 de las 13 inversiones realizadas en el sector de recursos naturales fueron en petróleo, gas o carbón. Por último, las inversiones realizadas en infraestructuras (servicios públicos) estuvieron divididas entre generación de energía (2), puertos (3) y transporte (2).

Enfoque global en el sector inmobiliario

En otras partes de este Informe analizamos más detenidamente la actividad de inversión de fondos soberanos en los servicios financieros (Capítulo 7). Aquí realizamos un examen más detallado de la inversión de fondos soberanos en el sector inmobiliario, que ha surgido como una clase de activos importante para muchas carteras de los fondos. El enfoque es global, un foco del caso en España es analizado en el Capítulo 6.

Actualmente más del 60 % de los fondos soberanos asignan por lo menos el 5 % de sus carteras al sector inmobiliario, ya sea directa o indirectamente⁵. Esta decisión de asignación de activos, aunque general, es más propia de los fondos más grandes, principalmente en el Golfo y Asia. Sin embargo, hay un nuevo jugador en el tablero, el Government Pension Fund Global de Noruega que tiene mandato para desplegar hasta un 5 % de su cartera de 900.000 millones de dólares en el sector inmobiliario mundial, lo que representa una cantidad muy relevante a escala global. Estos compromisos reflejan no sólo la escala de la liquidez disponible entre estos inversores, sino también su capacidad para invertir en un horizonte de largo plazo en activos menos líquidos de mayor rendimiento, menos correlacionados con los demás activos de sus carteras. El acceso al mercado se produce tanto a través de estructuras de fondos de *private equity* especializados, como a través de inversiones directas, que incluyen asociaciones con empresas inmobiliarias locales y globales. Geográficamente, América del Norte y Europa, en particular el Reino Unido, han atraído la mayor parte de la inversión inmobiliaria de fondos soberanos, con la fortaleza que otorga la alta calidad de sus activos. Sin embargo, el ritmo de entrada de flujos de inversión soberana en el inmobiliario de economías emergentes se ha acelerado en los últimos años.

Desde el año 2006 y hasta 2013, la inversión de fondos soberanos en el sector ha estado dominada por 7 fondos⁶ que han participado en más de un 75 % de las cerca de 200 transacciones realizadas en ese periodo. En concreto, tres fondos (GIC, QIA y Temasek) han sido los más activos participando en casi el 47 % del total de las transacciones realizadas. También NBIM, la gestora del fondo noruego GPF, que inició su mandato en el sector en 2011, ha aumentado su alcance extraordinariamente desde entonces.

En 2013, los fondos soberanos realizaron 34 operaciones en el sector. Persistió el predominio del grupo central—GIC, QIA y Temasek— con operaciones que constituyen más del 44 % del total. También en 2013, GPF se estableció como un importante inversor en el sector inmobiliario mundial, continuando su programa agresivo de inversiones, cerrando 5 acuerdos, que representan casi el 15 % del total.

Como se ha señalado, los fondos soberanos han dirigido tradicionalmente su inversión a los mercados desarrollados de Norteamérica y Europa. El porcentaje que representan EE.UU. y Reino Unido sobre el total de las inversiones en el sector a escala mundial ha crecido desde 2011, desde un 25 % hasta más del 40 % en 2013. Es llamativo que, en el mismo periodo, los fondos soberanos también han aumentado su compromiso con el sector tanto en el sur como en el sudeste de Asia, donde este tipo de operaciones ha aumentado a más del 40 % del total mundial. Por tanto, en 2013, la concentración geográfica de las inversiones en el sector es muy fuerte: más del 82 % de todas las inversiones de fondos soberanos en el sector inmobiliario han sido realizadas en estos cuatro países/regiones: EE.UU., Reino Unido, Sur y Sudeste Asiático.

⁴ En el capítulo 2 de este Informe 2014 sobre España y América Latina se habla de otras conexiones entre gobiernos y fondos soberanos.

⁵ Sovereign Wealth Funds Investing in Real Estate”, Real Estate Spotlight, noviembre de 2013 (Preqin); https://www.preqin.com/docs/newsletters/RE/Preqin_Real_Estate_Spotlight_November_2013.pdf.

⁶ Los fondos soberanos son CIC, GIC, GPF, Istithmar World, Mubadala, QIA y Temasek.

Por último, con respecto al acceso a los mercados, los fondos soberanos han mostrado su flexibilidad al invertir tanto a través de estructuras cotizadas como no cotizadas. Al mismo tiempo, los fondos soberanos que tienen mayor experiencia en el sector también han realizado operaciones directas de manera activa, a menudo en colaboración con otros fondos soberanos, otros inversores institucionales o empresas de desarrollo inmobiliario con experiencia. En 2013, la inversión en estructuras de fondos o cotizadas y los proyectos comerciales o de oficinas dominaron a partes iguales; juntos constituyen aproximadamente el 75 % de las transacciones. Es importante destacar que las participaciones en fondos de *private equity* también han aumentado considerablemente en los últimos años. Este análisis del acceso a los mercados resulta interesante, particularmente bajo el prisma de presión creciente sobre las comisiones que vive la industria del *private equity*. Podemos interpretar este dato como una respuesta práctica al dilema que plantean altas comisiones por un lado y el desarrollo de capacidades propias entre los inversores institucionales, por el otro.

Como inversores en este sector, los fondos soberanos comparten los retos de sus colegas en el grupo de inversores institucionales. La demanda de activos inmobiliarios se ha incrementado de manera muy importante, hoy en día se estima que entre 350.000 millones y 500.000 millones de dólares están preparados para invertir en el sector, según algunas estimaciones⁷. Del mismo modo, las estrategias que se implementan se diseñan a menudo para aprovechar las posibles ventajas de tamaño y alcance global. Estas incluyen el desarrollo de capacidades propias para generar cada vez más transacciones directas y, en particular, ejecutadas junto a socios locales experimentados⁸. Varios ejemplos recientes de inversión de los fondos soberanos en el sector inmobiliario servirán para ilustrarlo.

Comenzamos con GPF, que ha sido uno de los inversores inmobiliarios más activos en los últimos 3 años e hizo sus primeras inversiones en EE.UU. en 2013. Ese año, GPF reportó un rendimiento del 11,8 % de sus activos inmobiliarios, mientras continúa su despliegue de capital hasta lograr una asignación del 5 % del total de su cartera, como ya se ha comentado. Mientras lleva a cabo la implementación de esta estrategia, con una cartera que no deja de crecer, contribuye al exceso de capital que hemos mencionado. Karsten Kallevig, Director de inversiones en el sector para NBIM, ha señalado que la estrategia de inversión de Noruega se encuadra en una estrategia de largo plazo, y que ésta será desafiada precisamente por el propio crecimiento de los activos totales que gestiona GPF⁹.

Conforme construye su cartera global, GPF se ha fijado en adquisiciones directas a través de las cuales puede invertir a gran escala. Su enfoque es el de aprovechar la capacidad y experiencia

de socios locales. En febrero de 2013, NBIM anunció una alianza con TIAA-CREF para crear una empresa conjunta a través de la cual co-invertirá en oficinas en Boston, Nueva York y Washington. TIAA-CREF posee el 50,1 % y se encargará de la empresa conjunta, mientras que NBIM mantiene el 49,9 % restante. La alianza tiene sus raíces en el enfoque compartido sobre horizontes de inversión de largo plazo y el énfasis en activos grandes y de alta calidad en ciudades de renombre¹⁰.

Geográficamente, la India, entre las economías emergentes de Asia meridional y sudoriental, surgió como un destino de inversión inmobiliaria de fondos soberanos en 2013. Una operación clave y representativa es la participación de GIC, Temasek y Oman en un fondo de *private equity* inmobiliario de HDFC Property Fund, una unidad del mayor prestamista hipotecario de la India. Al formar este equipo de co-inversión permitirá a los tres inversores soberanos acceso al mercado inmobiliario indio a través de la experiencia de HDFC en el mercado doméstico. Esta alianza surge de una asociación previa iniciada en 2010 entre GIC, Temasek, ADIC y HDFC Ventures, el brazo inversor de HDFC, que conllevaba la adquisición de una participación del 10 % en una torre residencial de 117 pisos en Mumbai, el edificio más alto de la ciudad¹¹.

Por último, citamos a Qatar Investment Authority, que ha sido durante mucho tiempo un inversor global activo en el sector¹². Su experiencia incluye tanto acceso directo a los activos como indirecto e incluye la colaboración con inversores y/o promotores locales experimentados. En 2013, Qatar Holding mostró un interés elevado por el sector inmobiliario europeo, especialmente en Italia, a través de una alianza estratégica con Hines Italia para invertir en Porta Nuova de Milán¹³. El proyecto ha sido considerado como uno de los desarrollos urbanos de uso mixto más ambiciosos en Europa con un valor de mercado anunciado de más de 2.000 millones de dólares. El edificio central de Porta Nuova Garibaldi, que ocupará Unicreditto en régimen de alquiler, es el inmueble más alto de Italia. En la operación, Qatar Holding diversificará aún más su cartera inmobiliaria global a través de una mayor participación en el mercado inmobiliario italiano, adquiriendo un 40 % de la torre, mientras que el 60 % restante será propiedad de los promotores actuales. Esta transacción forma parte de la relación QIA-Hines, que incluye la asociación de Hines con Qatari Diar, la entidad de desarrollo inmobiliario de QIA, para diseñar y construir un hotel de lujo de 370 habitaciones —el Conrad Washington, DC— y desarrollar un espacio de gran formato de 70.000 metros cuadrados destinado al comercio minorista, ambos en CityCenterDC, en la capital estadounidense¹⁴.

⁷ Véase The Real Estate Equation: Bridging the Divide; Global to Local, Macro to Micro, PwC, octubre de 2013; véase http://www.pwc.com/en_GX/gx/deals/swf/publications/assets/the-real-estate-equation-bridging-the-divide-global-to-local.pdf.

⁸ *Ibid.*

⁹ David M. Levitt, Christopher Spillane y Jonas Bergman, "TIAA-CREF Plans More Property Deals With Norwegian Fund", Bloomberg, 12 de febrero de 2013; véase <http://www.bloomberg.com/news/2013-02-11/norway-s-wealth-fund-makes-first-u-s-real-estate-purchase.html>.

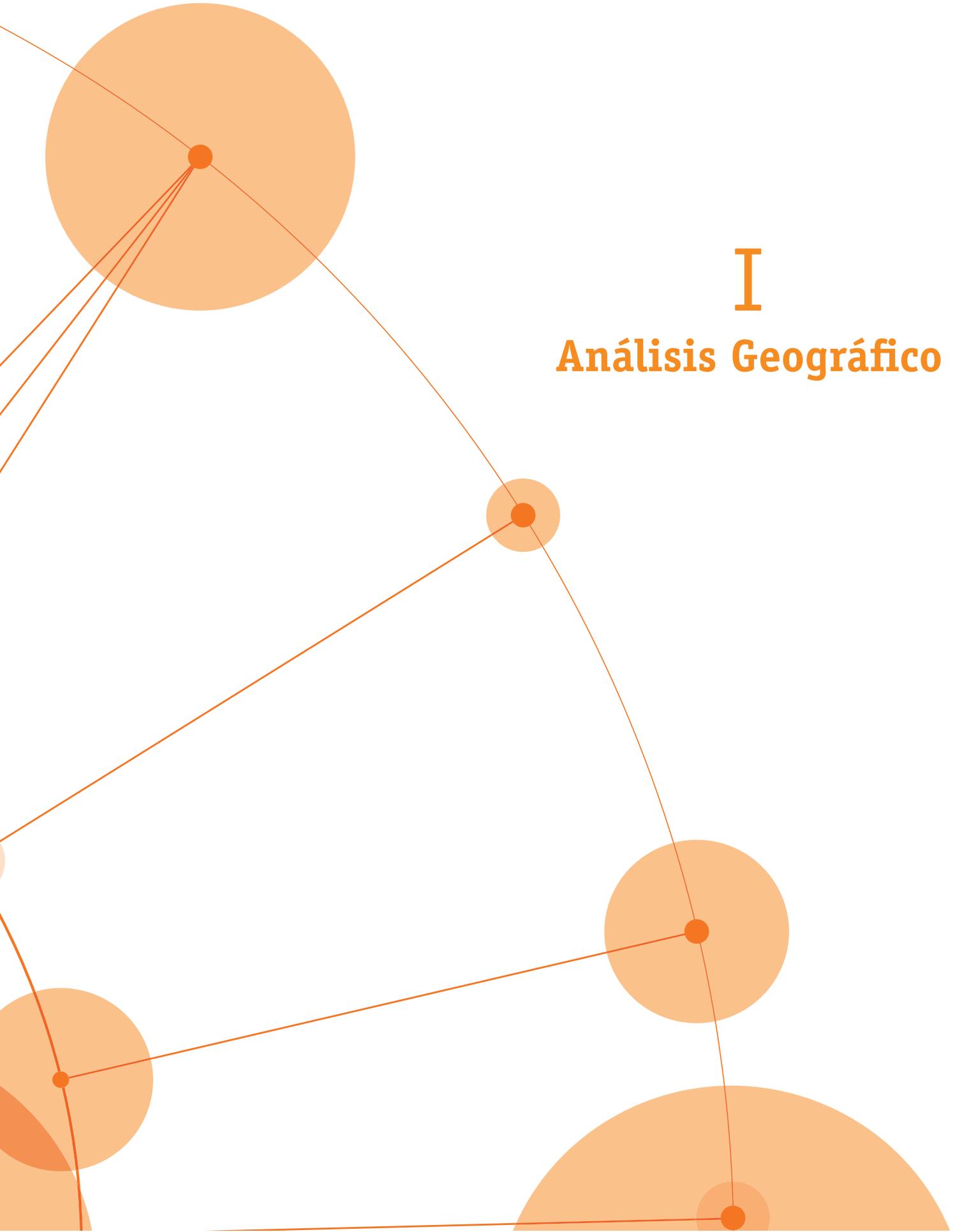
¹⁰ Véase el comunicado de prensa de TIAA-CREF https://www.tiaa-cref.org/public/about/press/about_us/releases/articles/pressrelease443.html.

¹¹ Maya Ando, "GIC, Temasek, Abu Dhabi and HDFC invest Mumbai's highest development", Asian Venture Capital Journal, 18 de agosto de 2010; <http://www.avcj.com/avcj/news-analysis/1728403/gic-temasek-abu-dhabi-hdfc-invest-mumbai-development>.

¹² Véase Xavier Reig's "Sovereign wealth funds and real estate" en el informe de fondos soberanos de ESADEge 2013.

¹³ Véase el comunicado de prensa de Hines en <http://www.hines.com/press/releases/5-16-13.aspx>

¹⁴ Véase el comunicado de prensa de Hines en <http://www.hines.com/press/releases/692014.aspx>



I

Análisis Geográfico



Javier Santiso

Profesor de Economía, ESADE Business School

Vicepresidente, ESADE Center of Global Economy and Geopolitics (ESADEgeo)

Germán Ríos

Director de Asuntos Estratégicos, Corporación Andina de Fomento

Los fondos soberanos en España y América Latina

4. Los fondos soberanos en España y América Latina

España no ha desaparecido del mapa inversor internacional. Al contrario, la crisis que azotó el país entre 2007 y 2014 supuso una oportunidad para que muchas empresas e inversores, en particular de América Latina, entraran en España y en Europa.

Desde México, Colombia o Venezuela, se asomaron inversores de primer nivel que tomaron participaciones en bancos y en empresas (como Campofrío o Bimbo, ambas ahora bajo pabellón mexicano). Algunas han hecho de la base española la matriz para su proceso de internacionalización europeo (caso de Bimbo con sede en Barcelona) o de internacionalización hacia América Latina y Asia (caso de IPIC con sede en Madrid vía Cepsa). Se corrobora así el interés por asentar en España sedes globales, una estrategia que hemos defendido anteriormente¹.

Sobre todo se ha confirmado a lo largo de estos años el interés inversor de los fondos soberanos. En total, entre 2011 y 2014, éstos han volcado en España más de 13.000 millones de euros de inversión directa, un 10 % del total invertido por los extranjeros en activos reales. Entre los inversores más activos destacan fondos soberanos como Qatar Investment Authority (a través de su brazo de inversiones directas: Qatar Holding), IPIC y Mubadala (Emiratos Árabes Unidos) y Temasek y GIC (Singapur). En el periodo que analiza este Informe 2014, desde enero de 2013 y hasta mediados de 2014, hemos identificado un flujo de inversión en España y empresas españolas (*equity*) valorado en más de 2.700 millones de euros.

El mayor inversor es, sin embargo, el Government Pension Fund Global (GPF) de Noruega que mantiene en España inversiones bursátiles por valor de más de 7.200 millones de euros en 2014, un 15 % más que el año anterior, con presencia en 73 cotizadas. En el último periodo analizado los datos son muy positivos para España en términos de renta fija, con un crecimiento del 366 % y una inversión recibida de 3.300 millones de euros.

En este capítulo, además, abordamos la evolución de los fondos soberanos latinoamericanos, así como la inversión de los fondos soberanos de todo el mundo en América Latina y el Caribe. Dado el bagaje de intercambios comerciales y de inversión con la región, España puede fijar su atención en la captación de inversión soberana procedente de fondos soberanos latinoamericanos que crecieron en este ciclo largo de materias primas. Por ejemplo, atrayendo la atención sobre las inversiones en *equity* proveniente de los fondos chilenos, que acaban de renovar su estrategia de inversión, o de Trinidad y Tobago; y buscar interacción para recibir inversión en deuda del fondo peruano y los mismos fondos chilenos.

También aparecieron más inversores en sectores nuevos para ellos (como el sector inmobiliario español, al que se asomaron inversores asiáticos a

lo largo del curso 2013-2014). Dedicamos un apartado al sector inmobiliario dentro del capítulo de tendencias globales, además de hacer un capítulo específico para España sobre la inversión en el sector.

Otro fenómeno que resaltamos en este capítulo: la entrada con fuerza de fondos de pensiones de Canadá, en particular en activos españoles. Esta entrada no es específica a España, se enmarca en una estrategia de potenciar las inversiones en Europa, como lo corrobora la implantación de sedes regionales en Londres por parte de varios fondos canadienses a lo largo del curso pasado.

Nuevos sectores de inversión para algunos, nuevos actores para otros, el mapa de los fondos soberanos y los fondos de pensiones (públicos) se colorea en nuestro país. Desde Canadá, hasta Singapur, Corea, Catar y Emiratos, acuden inversores en sectores muy diversos. Cabe preguntarse si esto no podría configurar una nueva oportunidad para España.

En este capítulo esbozamos una estrategia sistemática para potenciar en España fondos de fondos bilaterales (sobre todo de capital riesgo, capital expansión y *venture capital*). Italia, por ejemplo, ha tejido fondos bilaterales con Kuwait o Catar para invertir en empresas de tamaño intermedio y ayudarles así con capital expansión a crecer hacia mercados internacionales, incluido Medio Oriente, de donde proceden sus socios estratégicos. Lo mismo ha hecho Francia con fondos soberanos de Catar y de Emiratos.

Irlanda ha incluso dado un paso más dotándose de un fondo bilateral tecnológico, en este caso coinvirtiéndose con China Investment Corporation. Este ejemplo, como veremos, es particularmente interesante para España por el sector (tecnología) y la lógica: CIC aporta inversión a *startups* irlandesas que buscan expandirse hacia Asia y tomar base en China, por un lado; y fomenta la llegada de *startups* chinas que buscan expandirse en Europa y tomar Irlanda como base de operaciones, por el otro.

España podría inspirarse en sus vecinos franceses, italianos y sobre todo irlandeses y dotarse de fondos de fondos bilaterales similares. Para ello posee instituciones que podrían ser contra partes: Instituto de Crédito Oficial (ICO), Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) o la Empresa Nacional de Innovación S. A. (ENISA). Podría crearse un fondo de fondos (para inversiones en capital riesgo, capital expansión y/o *venture capital*) España – Emiratos, España – Catar y España – Kuwait, con aportaciones de 500 millones de euros cada contra parte (mil millones cada uno; es decir 3.000 millones de euros en total). Fondo de fondos España – Singapur y España – Malasia también con contra partes de 500 millones cada –es decir, otros dos fondos de fondos de mil millones. Fondo de fondos España – Corea del Sur y España – China con mismos montos de participación. En total, 7.000 millones de euros.

¹ Ver Javier Santiso, *The rise of the multinationals*, Cambridge, Cambridge University Press, 2013.

Tabla 1

Principales inversiones en empresas españolas, 2013-2014

Inversor	País	Compañía	Participación / Activo	Importe*	Vendedor	Sector	Año
Vodafone	Reino Unido	Ono	100 %	7.200	Capital Riesgo	Telecomunicaciones	2014
Crown Holding	EEUU	Mivisa	100 %	1.200	N+1, Mercapital y Blackstone	Industria	2013
Triton Partners	Reino Unido	Befesa	100 %	1.075	Abengoa	Medio Ambiente	2013
Temasek	Singapur	Repsol	5 %	1.036	Autocartera	Energía	2013
Banesco	Venezuela	Novagalicia Banco	88,33 %	1.000	Frob	Banca	2013
ADO	México	Avanza	100 %	800	Doughty Hanson	Transporte	2013
Kennedy Wilson\Varde	EEUU	Aliseda	51 %	800	Banco Popular	Inmobiliario	2013
Apollo	EEUU	Altamira	85 %	700	Banco Santander	Inmobiliario	2014
Scor Global Life	Francia	Cartera seguros vida riesgo	90 %	630	BBVA Seguros	Seguros	2013
NTT Data	Japón	Everis	100 %	559	3i, Landon y Hutton Collins	Consultoría	2013
Revlon	EEUU	Colomer	100 %	486	CVC y Familia Colomer	Cosmética	2013
Familia del Valle	México	Banco Popular	6 %	450	Banco Popular	Banca	2013
IPIC	Abu Dhabi	Torre Foster	-	450	Bankia	Inmobiliario	2013
Carrefour	Francia	63 centro comerciales	-	380	Klépierre	Inmobiliario	2013
Varios fondos	-	Enagas	10 %	360	Liberbank y otras cajas	Energía	2013
KKR	EEUU	-	Deuda de Uralita	320	Bancos	Construcción	2013
Sigma Alimentación	México	Campofrio	45 %	315	Oaktree, familia Ballvé y CaixaBank	Consumo	2013
Jaime Gilinski	Colombia	Banco Sabadell	5,03 %	313	Ampliación de capital	Banca	2013
Fintech	EEUU\México	Banco Sabadell	4,94 %	306	Ampliación de capital	Banca	2013
Fibra Uno	México	-	278 sucursales de Banco Sabadell	300	Moor Park	Inmobiliario	2013
Fortress	EEUU	Deuda Realia	-	284	Sareb	Inmobiliario	2013
Emin Capital	Andorra	Torre Agbar	-	250	Agbar	Inmobiliario	2013
Burlington Loan Management Limited	EEUU	Bermuda	Créditos de Colonial	245	Sareb	Inmobiliario	2013
HNA	China	NH Hoteles	20 %	234,5	Ampliación de capital	Turismo	2013
Doughty Hanson	Reino Unido	Teknon	100 %	230	Magnum Capital	Salud	2013
Goldman Sachs y Azora	EEUU\España	-	2.935 pisos de protección oficial	201,2	Iwima-CAM	Inmobiliario	2013
Qatari Diar	Qatar	-	Hotel W	200	FCC, OHL, Comsa Ente y Godia	Inmobiliario	2013
TPG	EEUU	Servihabitat Gestión Inmobiliaria	51 %	189	La Caixa	Inmobiliario	2013
Baupost	EEUU	8 centros comerciales	-	180	Vastned Retail	Inmobiliario	2014
AndBank	Andorra	Banca Privada de Inversis	-	179,8	Banca March	Banca	2013
Axa Real Estate	Francia	-	13 edificios de la Generalitat de Cataluña	172	Generalitat de Cataluña	Inmobiliario	2013
Intu\CPPIB	Reino Unido\ Canadá	-	Parque Principado	162	SONAE\CBRE	Inmobiliario	2013
Veolia	Francia	Proactiva	50 %	150	FCC	Medio Ambiente	2013
Fortress	EEUU	-	2.000 actuaciones residenciales	150	Sareb	Inmobiliario	2013
Orion Capital	Reino Unido	Puerto de Venecia	50 %	144,5	British Land	Inmobiliario	2013
Inmosan\Davinci Capital\Masaveu	México\España	Liberbank	14 %	174	Cajastur, Caja Extremadura y Caja Cantabria	Banca	2014
Total				21.826			

Fuente: Elaboración propia con datos de *Expansión*, 2014. Nota: Incluye la opción de compra de la Torre Foster, aún no ejecutada.

* Millones de euros.

4. Los fondos soberanos en España y América Latina

Estos fondos se destinarían a sociedades privadas de capital riesgo y *venture capital*, que concursarían por los mandatos. Al tener inversores anclas de países y regiones emergentes, también habría una dimensión de capital expansión en todos ellos, hacia Medio Oriente y el Sur o el Norte de Asia, zonas todas ellas de alto crecimiento. Podría haber fondos de fondos multisectoriales y otros más sectoriales o temáticos – fondo de fondos de innovación, fondo de fondos en torno a la temática del agua o de las infraestructuras. También haríamos bien en inspirarnos en lo que han hecho algunos países de América Latina, en particular Chile, que ha creado Start-Up Chile², con un fondo (público) para atraer *startups* del mundo entero, impulsando la importación de emprendedores y generando a la vez una auténtica revolución silenciosa: el cambio en las mentalidades; ahora, los jóvenes chilenos ya no aspiran únicamente a ser abogados o economistas, sino también emprendedores. El programa ha colocado a Chile en el mapa mundial de las *startups* en tan solo cuatro años.

Dicha política económica debería ser impulsada al máximo nivel – para hacerla realmente operativa: obtención de los mandatos, coordinación de los mismos, y ejecución delegada en las agencias que ya operan en el ámbito de la inversión a empresas (ICO, ENISA y CDTI). Debería perseguir objetivos claros: apoyar la internacionalización de empresas intermedias y/o de alto crecimiento; orientarse hacia el valor añadido en los productos y procesos y de manera prioritaria apostar por la innovación y la tecnología. La operativa última recaería en equipos y empresas de capital riesgo privados, con mandatos de ámbito nacional (no regionales).

En cualquier caso, ya son muchos los países que han creado o están creando fondos de fondos de *venture capital* o fondos para invertir directamente en *startups*, buscando potenciar innovación y tecnología, empresas y emprendedores. En el pasado, Israel desplegó una estrategia exitosa en este sentido: el Yozma Program. Hoy en día, países como Canadá, Singapur, Líbano, Arabia Saudí, Chile, Colombia, Brasil, Irlanda o Taiwán, ejecutaron o están actualmente ejecutando estrategias parecidas a las de Israel. España también posee instrumentos y agencias para aprovechar este empuje: los fondos de fondos bilaterales añadirían más capacidad, en un momento crítico como el actual.

España tiene que reinventarse. La crisis ha mostrado que el modelo de crecimiento de bajo coste, a base de servicios y de ladrillo, no es suficiente para generar empleo de calidad y densidad. Apostar por nichos industriales y digitales, son dos

palancas posibles (no las únicas). Para ello también se puede (y debe) partir de los puntos fuertes de la economía: si España es una potencia turística, ¿por qué no apostar por crear grupos industriales y empresas digitales especialmente en este sector? Lo mismo se puede decir de los sectores de nutrición y alimentación, tratando de vincularlos con procesos industriales y digitales de valor añadido y evitando centrarse únicamente en el producto base, poco o semi-transformado.

España en el radar de los inversores soberanos

España ha vivido un auténtico repunte de las inversiones extranjeras en los últimos años. En 2013 y hasta mediados del 2014, entraron en el país casi 22.000 millones de euros (Tabla 1). La procedencia de estas inversiones ha sido muy diversa, desde Estados Unidos, Francia o Japón, pasando por México, Colombia, Catar y Singapur.

Si examinamos un periodo más amplio de tiempo y tomamos como referencia el comienzo de la crisis, desde 2007 hasta 2014, la actividad inversora extranjera ha sido muy destacada en España. Tan solo las 10 operaciones más grandes suman casi 133.000 millones de inversión. Destacan operaciones de empresas estatales (compra de Endesa por la italiana Enel) o empresas privadas (compra de Airtel por Vodafone – a la que se suma la de Ono en 2014).

Tabla 2

Principales ventas de empresas españolas (2001-2014)

Compañía	Comprador	Valor*	Año
Endesa	Enel y Acciona	43.000	2007
Airtel	Vodafone	24.000	2001
Unión Fenosa	Gas Natural	16.700	2009
Amena	Orange	10.600	2005
Endesa	Compra por Enel del 25 % que tiene Acciona	9.600	2009
Ono	Vodafone	7.200	2014
Repsol	Compra del 20 % por parte de Sacyr	6.000	2006
Iberdrola Renovables	Iberdrola saca a bolsa un 20 %	4.400	2007
AunaCable	Ono	4.200	2005
Cepsa	IPIC (53 %)	4.000	2011
Cepsa	IPIC (37 %)	2.869	2009
	Total	132.569	

Fuente: Elaboración propia, 2014.

* Millones de euros.

² En total se presentaron más de 10.000 proyectos procedentes de más de 110 países. Fueron apoyadas más de 700 *startups* procedentes de 65 países. Ver el informe sobre los cuatro primeros años de existencia del programa: http://www.alejandrobarras.com/media/users/1/50369/files/4363/Reporte_Startup_Chile_2013.pdf

Tabla 3

Operaciones de los fondos soberanos en empresas españolas (2011-2014)

Fondo	País	Empresa adquirida/propietaria	Participación/Activo	Importe*	Año
IPIC	EAU	Cepsa	53%	4.000	2011
Qatar Holding (QIA)	Catar	Iberdrola	6,1%	2.000	2011
Qatar Holding (QIA)	Catar	Santander Brasil	5,1%	1953	2010**
Temasek	Singapur	Repsol	5%	1036	2013
Mubadala	EAU	Sener	Joint Venture (60%)	940	2011
Qatar Holding (QIA)	Catar	Iberdrola	2,2%	620	2012
Qatar Holding (QIA)	Catar	Ferrovial (Heathrow Airport Holdings)	10,6%	587	2012
IPIC	EAU	Bankia	Torre Foster	450***	2013
Qatar Holding (QIA)	Catar	Société Foncière Lyonnaise (Colonial)	22,1%	391	2014
CIC	China	Abertis	7% de Eutelsat	385,2	2012
CIC	China	Ferrovial (Heathrow Airport Holdings)	5,7%	319	2012
QIA	Catar	Colonial	13,1%	239	2014
Qatari Diar (QIA)	Catar	FCC, OHL, Comsa Ente y Godia	Hotel W	200	2013
GIC	Singapur	Applus+	6,1%	127	2014
Qatari Diar (QIA)	Catar	Sociedad Internacional Marina Tarraco	Marina Port Tarraco	64	2011
Katara Hospitality (QIA)	Catar	GSSG	Hotel Intercontinental	60	2014
Total				13.371	

Fuente: Elaboración propia, 2014.

* Millones de euros.

** El fondo transformó los bonos convertibles en acciones en 2013.

*** Valor de la opción de compra.

Los fondos soberanos han seguido muy activos en España y sus empresas. Muestra de ello ha sido la inversión de los fondos de Singapur, Temasek y GIC, en Repsol y Applus+, respectivamente. Además se están incrementando las operaciones inmobiliarias del emirato de Catar en España: así, Qatari Diar compraba el Hotel W en Barcelona y el nuevo brazo de hoteles de Qatar Holding (Katara Hospitality) se hacía con el Hotel Intercontinental en Madrid. Por su parte, IPIC que ya ocupa la Torre Foster de Madrid a través de Cepsa, mantiene una opción de compra de la misma torre madrileña: uno de los nuevos iconos de la ciudad. Adicionalmente, el fondo soberano noruego ha incrementado su exposición a España hasta los 9.990 millones de dólares; lo cual supone un incremento valorado en más de 1.600 millones de dólares. Sumado a las inversiones directas del año 2013 y hasta mediados de 2014, la inversión de los fondos soberanos en empresas españolas está valorada en 3.646 millones de dólares.

Como hemos visto en anteriores informes, no se trata de una tendencia nueva. Desde el comienzo de las crisis financiera de 2007, los fondos soberanos han mostrado un interés importante por España. En total, entre 2007 y 2014, han invertido más de 13.000 millones de euros en el país. Catar ha sido el inversor más activo — por número de operaciones — con inversiones en empresas como Santander e Iberdrola, y posteriormente con compras y participaciones en hoteles, empresas inmobiliarias o puertos deportivos. La mayor inversión de un fondo soberano es la del emiratí IPIC con la compra de Cepsa por casi 7.000 millones de euros, en dos tramos, uno en 2009 y otro en 2011. La empresa, bajo el impulso de IPIC, se ha convertido así en un eje central de internacionalización para el grupo, transformando su presencia internacional y sectorial, tal como explicamos en la Infografía 2.

4. Los fondos soberanos en España y América Latina

Infografía 2

La metamorfosis de CEPSA

Principales ejes estratégicos

IPIC está dando la vuelta a la compañía para convertir a CEPSA en una compañía energética global.



Reconversión



Sinergias tecnológicas y comerciales



Nuevos mercados

Actividades

Tras la adquisición del 100% del capital por parte de IPIC en 2011, CEPSA ha iniciado una nueva andadura con el objetivo de conseguir un fuerte crecimiento global, focalizado en las unidades de negocio de Exploración y Producción, y Petroquímica



Exploración y producción



Petroquímica



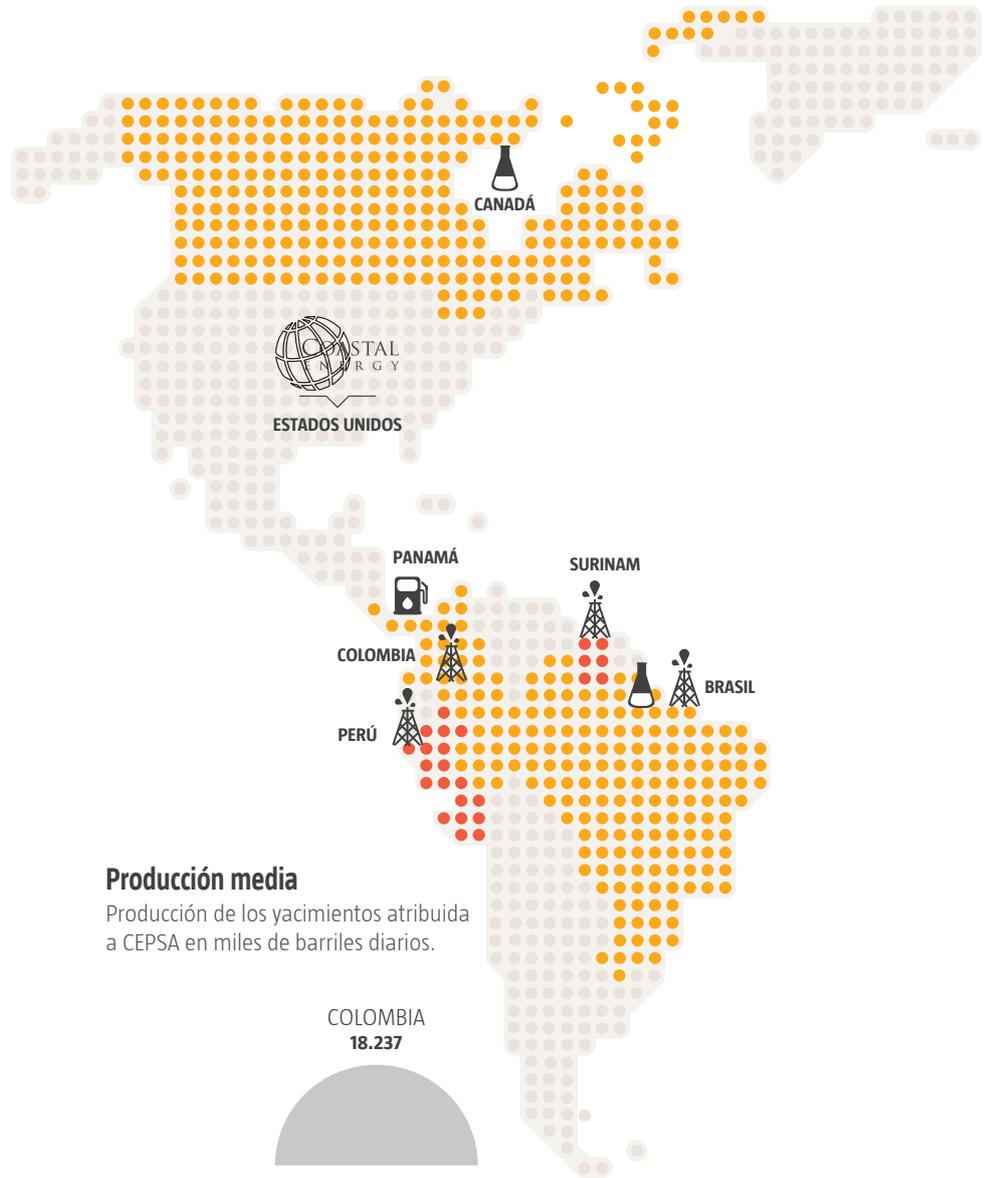
Comercialización



Refino



Gas y electricidad



Abril 2012

Cepsa compra a Chevron la totalidad de su filial en España. Cepsa y Gran Tierra Energy hallan petróleo en el Casanare (Colombia)

Octubre 2013

CEPSA alquila la Torre Foster a Bankia con opción de compra en 2016

Diciembre 2013

Nuevo bloque de exploración en Surinam

Febrero 2014

CEPSA adquiere el 55% de un bloque exploratorio en Kenia. Inicia la comercialización de lubricantes en China

Mayo 2014

CEPSA estudia presentar una OPA de 700 millones de euros por la empresa Salamander Energy

2012

2013

2014

Mayo 2013

2 Nuevos bloques de exploración en Brasil

Noviembre 2013

Compra por 1.631 millones de euros de la empresa americana Coastal Energy

Enero 2014

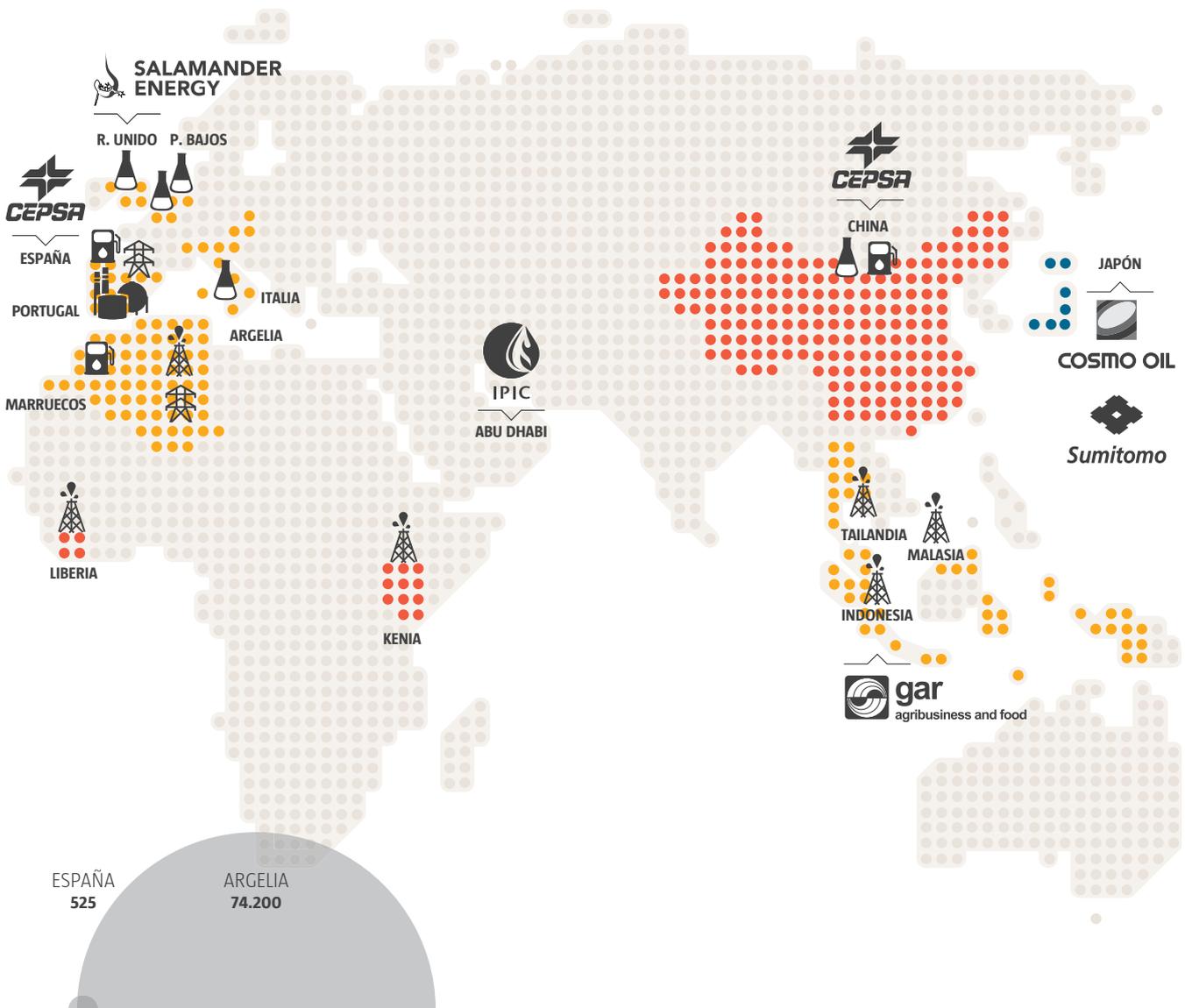
CEPSA y COSMO firman un acuerdo de cooperación. Además obtiene resultados positivos al perforar su primer pozo en Perú

Abril 2014

La japonesa Sumitomo adquiere el 25% de CEPSA Química China. CEPSA adquiere el 30% de un bloque exploratorio en Liberia

Julio 2014

CEPSA y GAR acuerdan la creación de una Joint Venture para la producción de alcoholes industriales



Fuente: Elaboración propia a partir de los Informes Anuales de las compañías (2014).

4. Los fondos soberanos en España y América Latina

Las inversiones de los fondos han seguido varias estrategias. Algunas son participaciones puramente financieras (como la inversión en 2014, del fondo GIC en Applus+). Otras, sin embargo, buscan sinergias estratégicas más allá del rendimiento financiero, como veremos en el caso de IPIC con la compra de Cepsa o con la entrada de Temasek en Repsol. Merecen también especial atención las inversiones realizadas en empresas españolas por parte de estos fondos para entrar en los mercados de América Latina. Por ejemplo, las inversiones de Catar en Iberdrola y Santander.

Otra buena noticia del año 2013 es la recuperación de la inversión noruega en la deuda española. El año pasado anunciábamos que el fondo noruego (GPFG) había disminuido su exposición a la deuda española casi un 70% hasta los 712 millones de euros. A finales de 2013, la tendencia había cambiado completamente. GPFG tenía, en cartera, deuda del Estado español valorada en más de 3.300 millones de euros. El incremento, en euros, respecto a 2012, es de un sustancial 366%. Mientras que en 2012, España caía hasta el puesto 40 en renta fija, en 2013, volvía a estar entre los primeros destinos de renta fija del gigante noruego ocupando el puesto 12 por delante de Canadá, Rusia o Suiza.

Tabla 4

El fondo soberano noruego vuelve a apostar por España y sus empresas

Inversión	2013	2012	2013/2012
Renta Fija	9.814	7.862	24,8 %
Deuda del Gobierno Central	3.323	712	366,7 %
Renta Variable	7.257	6.297	15,2 %
Total	20.394	14.871	37,1 %

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de NBIM, 2014.

* Millones de euros.

Los fondos soberanos desembarcan en el ladrillo

En 2013 y 2014 se ha confirmado el interés de los fondos soberanos por el sector inmobiliario (ver capítulo dedicado a este sector en el informe). Entre 2013 y 2014, las mayores ventas inmobiliarias sumaron más de 3.000 millones de euros. Una de las más importantes ha sido la compra del Hotel W en Barcelona por Qatari Diar, por 200 millones, y el alquiler con opción de compra de la Torre Foster en Madrid por IPIC, por 450 millones, aunque aún no ha sido ejecutada. Como muestra la Tabla 5, las inversiones en el sector se incrementaron notablemente en los dos últimos años y los fondos soberanos no fueron ajenos a esta tendencia. Por primera vez, en el periodo reciente, el sector inmobiliario español es percibido como inversión *premium*, algo que hasta la fecha era sobre todo exclusividad en Europa de Inglaterra y Francia, con Londres y París como imanes para estos inversores en búsqueda de activos de alta gama.

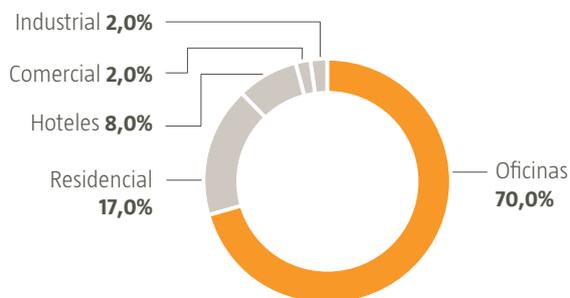
Europa es un destino prioritario del sector inmobiliario para los inversores asiáticos. Entre los inversores más activos destacan Permodalan Nasional Berhad de Malasia, Ginkgo Capital de China o AMP Capital de Australia. Entre ellos, fondos soberanos como el Hong Kong Monetary Authority, Korea Investment Corporation, China Investment Corporation, o GIC de Singapur, también se han hecho un hueco.

Estas operaciones se enmarcan en el retorno generalizado de los inversores extranjeros al mercado inmobiliario español. En este segmento destacan los inversores asiáticos, que han invertido tanto en oficinas como en suelo residencial y hoteles (ver Gráfico 1).

Las inversiones asiáticas en el sector no son del todo nuevas. La sede de IBM en Madrid, propiedad de Morgan Stanley desde 2006 (por la que pagó 240 millones de euros) y ahora objetivo del magnate mexicano Carlos Slim, era propiedad del fondo GIC de Singapur desde el año 2000. Ese año habría pagado un importe de 180 millones de euros bajo la fórmula de *sale & leaseback* (venta por parte del propietario que se queda como inquilino con un contrato de alquiler de largo plazo).

Gráfico 1

Los fondos soberanos asiáticos desembarcan en el sector inmobiliario español



Fuente: Elaboración propia, 2014.

A estas operaciones se suman las realizadas en 2014 por el fondo soberano Qatar Investment Authority en Colonial y en su filial francesa, Société Foncière Lyonnaise (SFL). En el caso de Colonial, QIA acudió a la ampliación de capital de la inmobiliaria española en el mes de abril y tom  inicialmente una participación de un 3,7%, para semanas más tarde, elevarla hasta 13,1% de Colonial (porcentaje valorado en unos 239 millones de euros) y convertirse en el segundo mayor accionista de la compa a liderada por el Grupo Villar Mir. El grupo colombiano Santo Domingo y el banco andorrano Morabank acompañaron a QIA y también aprovecharon la ampliación de capital para entrar en el accionariado de Colonial y hacerse con un 7,5% y 7% respectivamente.

Tabla 5

Las mayores ventas inmobiliarias (2012-2014)

Activo	Comprador	Vendedor	Valor *	Año
Torre Foster**	IPIG	Bankia	450	2013
278 oficinas de Sabadell	Fibra Uno Fund	Moor Park	300	2013
Créditos de Colonial	Burlington Loan Management Limited	Sareb	245	2013
2935 VPOs	Goldman Sachs y Azora	Ivima	201	2013
Créditos morosos	Lone Star, Fortress y Cerberus	Banco Santander	200	2012
Hotel W	Qatari Diar	FCC, OHL, Comsa Ente y Godia	200	2013
Servihabitat (51%)	TPG	CaixaBank	185	2013
13 edificios públicos	Axa Real Estate	Generalitat Catalana	172	2013
Parque Principado	Intu/CPPIB	Sonoe/CBRE	162	2013
Puerto Venecia	Orion Capital	British Land	145	2013
Castellana 200	PSP Investments	Reyal Urbis/Entidades financieras	140	2014
1860 viviendas sociales	Blackstone	Ayuntamiento de Madrid	129	2013
115 Avenida de América	London & Regional	Banco Sabadell	117	2014
1000 pisos	Baupost Group	BBVA	100	2013
Centro Comercial Plaza Cataluña 23	IVA Capital Partners	El Corte Inglés	100	2013
Cartera Toro	HIG Capital	Sareb	100	2013
Bankia Habitat	Cerberus	Bankia	90	2013
Edificio Banesco	Pontegadea	Sareb	66	2014
Hotel Intercontinental	Qatar Investment Authority	GSSG	60	2014
Dorian Portfolio	Blackstone	Sareb	42	2014
		Total	3.204	

Fuente: Elaboración propia con datos de *El País*, 2014.

* Millones de €.

** Opción de compra.

*** Valor de la opción de compra.

4. Los fondos soberanos en España y América Latina

Infografía 3

La expansión internacional de los fondos públicos

- Sede operativa
- Próxima apertura



FONDOS SOBERANOS

KIC

Korea Investment Corporation



Kuwait Investment Authority



China Investment Corporation



NORGES BANK
INVESTMENT MANAGEMENT

Norges Bank Investment Management



Government of Singapore Investment Corp.

TEMASEK

Temasek



KHAZANAH NASIONAL

Khazanah Nasional Berhad



Qatari Diar

FONDOS DE PENSIONES CANADIENSES



TEACHERS' PENSION PLAN
ONTARIO

Ontario Teachers Pension Plan



CPP INVESTMENT BOARD

Canada Pension Plan Investment Board



Alberta Investment Manag. Corp.



Caisse de Depot et Placement du Quebec

OMERS

Ontario Municipal Employees Retirement Syst.

Fuente: ESADEgeo (2014).

Fondos soberanos 2014

Los fondos soberanos en España y América Latina



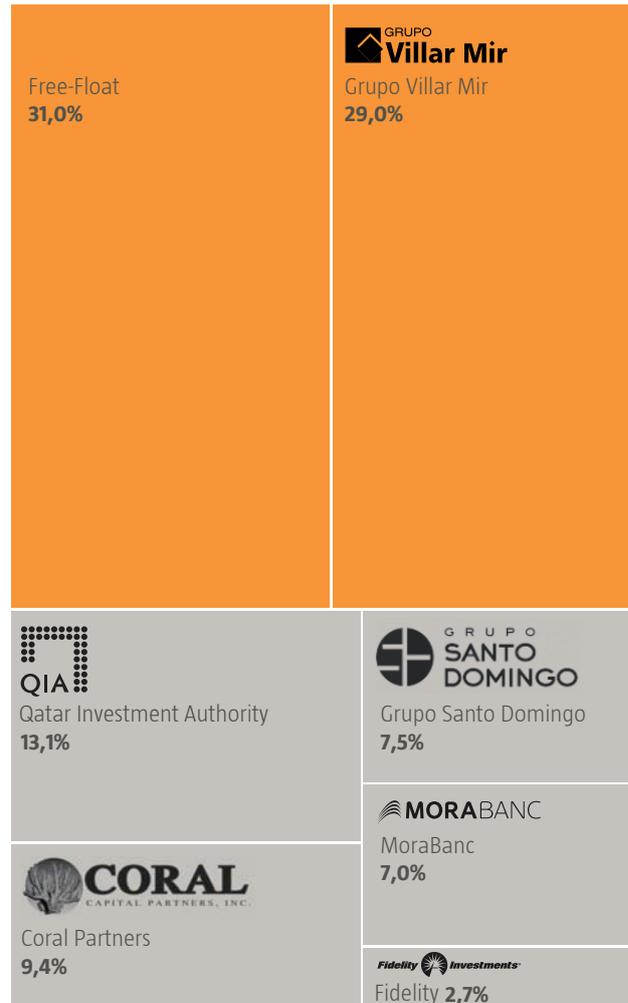
4. Los fondos soberanos en España y América Latina

El desembarco del fondo catari en SFL, en la que Colonial controla un 53,1%, fue simultáneo a la entrada en la matriz. Qatar Holding, subsidiaria de QIA, aprovechó la salida del Royal Bank of Scotland del accionariado de SFL, para hacerse con una participación de un 8,5 % valorada en unos 152 millones de euros. Meses después, al igual que en el caso de Colonial, Qatar Holding redobló su apuesta por SFL y adquirió por 239 millones de euros una participación adicional equivalente a un 13,6 %. Como consecuencia, Qatar Holding se convirtió en el segundo mayor accionista de SFL, con un 22,1%, por delante del banco francés Crédit Agricole, quien también elevó su participación en la compañía de un 5 % a un 12,3 %. SFL posee una cartera de edificios de oficinas "prime" ubicados en el centro de París, valorados en unos 4.000 millones de euros.

En 2012, Qatari Diar, el brazo inmobiliario de QIA, ya había desembolsado 64 millones por el puerto deportivo para yates de lujo de Tarragona, Port Tarraco. A través de otro fondo vinculado a las fuerzas armadas del emirato, Catar también invirtió 78,5 millones en la compra del Hotel Renaissance de Barcelona. La presencia del emirato es muy sustancial en España y emblemático es, por ejemplo, el acuerdo que tiene la aerolínea Qatar Airways con el FC Barcelona, en el que inyectará 96 millones hasta 2016.

Gráfico 2

Accionariado de Colonial tras la entrada de QIA



Fuente: Elaboración propia, 2014.

Gráfico 3

Accionariado de Société Foncière Lyonnaise tras la entrada de QIA

Colonial

Colonial
53,1%



Qatar Holding
22,1%



Crédit
Agricole
(Predica)
12,3%



ORION III
European 3
6,4%



Reig Capital
Group
4,4%

Free Float
1,7%

Fuente: Elaboración propia, 2014.

Nuevos actores: Los fondos de pensiones de Canadá

En los últimos años han aparecido unos nuevos actores en la escena inversora española: los fondos de pensiones (muchos de ellos públicos) de Canadá (ver para un análisis más amplio sobre este tipo de inversiones en el Capítulo 6, dedicado al estudio de los fondos públicos norteamericanos).

Los fondos de pensiones de Canadá son algunos de los más voluminosos del mundo: los cuatro principales totalizan casi 700.000 millones de dólares de activos bajo gestión. En total, los fondos de pensiones canadienses manejan casi un billón de dólares de activos bajo gestión, algo inferior al PIB de España en 2013. Si bien el grueso de las inversiones se hace en renta fija y variable, la componente de inversiones alternativas no ha dejado de crecer en los últimos años, pasando del 13 % en 2002 a más del 23 % en 2012. El fondo de Ontario ha incluso desarrollado una filial (OMERS Ventures) enteramente dedicada a inversiones en capital expansión y *venture capital*.

Tabla 6

Principales Fondos de Pensiones de Canadá

Fondo	Activos*	Región	Fundación
Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB)	201,5	Federal	1997
Caisse de dépôt et placement du Québec	200,1	Quebec	1965
Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP)	140,8	Ontario	1917
British Columbia Investment Management Corporation (bcIMC)	102,8	British Columbia	1999
Public Sector Pension Investment Board (PSP Investments)	76,1	Federal	1999
Alberta Investment Management Corporation (AIMCo)	68,6	Alberta	2008
Ontario Municipal Employees' Retirement System (OMERS)	65,1	Ontario	1962
Healthcare of Ontario Pension Plan (HOOPP)	51,6	Ontario	1960
Ontario Pension Board (PSPP)	18,7	Ontario	1920
OPSEU Pension Trust (OPTrust)	16	Ontario	1995
New Brunswick Investment Management Corporation (NBIMC)	10,1	New Brunswick	1996
Alberta Pensions Services Corporation	4,7	Alberta	1995
Healthcare Employees' Pension Plan (HEPP)	4,5	Manitoba	1997
Nova Scotia Pension Services Corporation	4,5	Nova Scotia	2013
Total	965,1		

Fuente: Elaboración propia, a partir de los Informes anuales de los fondos, 2014.

* Miles de millones de dólares.

4. Los fondos soberanos en España y América Latina

En 2013, varios de ellos abrieron oficinas en Europa (con sede en Londres), para potenciar sus inversiones en el continente. Se trata de una tendencia generalizada en el ámbito de los fondos de pensiones que también comparten los fondos soberanos: abrir oficinas internacionales, para aproximarse a los mercados donde operan y tener acceso a más y mejor *deal flow*³.

Europa se ha convertido en uno de los principales destinos para las inversiones de los fondos de pensiones canadienses. El fondo nacional CPPIB tenía, a finales de 2013, el 16 % del total de sus activos invertidos en Europa; OTPP más del 28 % y AIMCO más del 11,5%. Todos ellos tienen ya oficinas europeas con sede en Londres. En la Infografía 3 mostramos esta expansión internacional de los fondos soberanos y fondos de pensiones canadienses a través de nuevas oficinas internacionales.

España y los activos de empresas españolas también despertaron el apetito inversor de estos fondos. Heathrow Airport Holding, participada principalmente por Ferrovial, por ejemplo, tiene dos fondos de pensiones –uno canadiense– en su accionariado, la Caisse de Dépôt et Placement du Québec y el Universities Superannuation Scheme de Reino Unido. Además, como mostramos en el pasado informe, Heathrow cuenta además con tres fondos soberanos en su accionariado.

Tabla 7

Principales inversiones de los Fondos de pensiones canadienses en empresas españolas (2010-2014)

Fondo	Empresa adquirida\propietaria	Participación\Activo	Importe* Año
PSP Investments	Hochtief AirPort (ACS)	100 %	1.100 2013
CPPIB	Cintra Ferrovial	10 % de 407 ETR	640 2010
OTPP	Leighton Holdings (ACS)	70 % de NextGen, Metronode e Infoplex	500 2013
PSP Investments	Isolux Infraestructure	Ampliación de capital	500 2012
CPPIB	Dorna	39 %	400 2012
CPPIB	-	Parque principado	162 2013
PSP Investments	CLH	5 %	111 2013
OPTrust	Globalvía	Recapitalización	100 2013
		Total	3.513

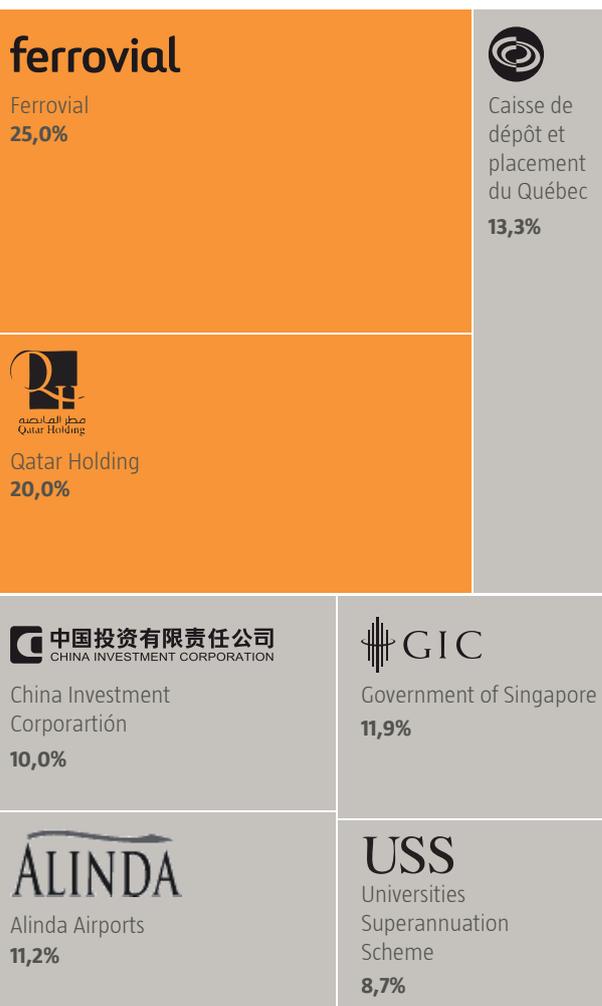
Fuente: Elaboración propia, 2014.

* Millones de euros.

³ En Europa, Londres es la ubicación por excelencia, ver Ashby Monk et al. "Getting closer to the action: Why pension and sovereign funds are expanding geographically", Stanford University, Global Projects Center, 2014. Disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2380277.

Gráfico 4

Accionariado de Heathrow Airport Holding



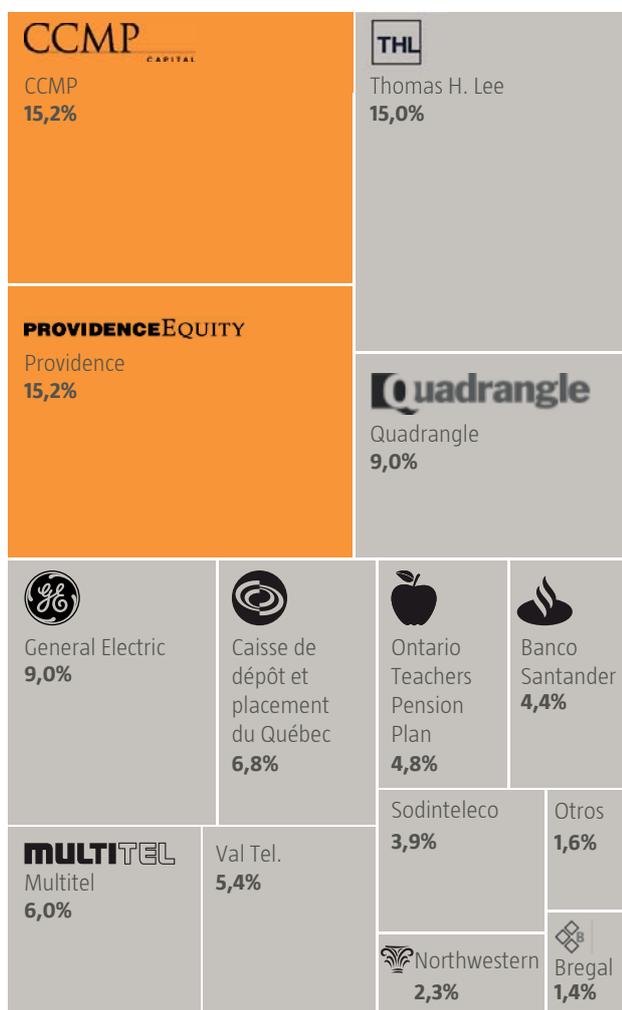
Fuente: Elaboración propia, 2014.

Entre 2010 y 2014 se multiplicaron las inversiones por parte de los fondos de pensiones canadienses. PSP Investments compró en 2013 la unidad de aeropuertos de Hochtief, filial de ACS, por más de 1.100 millones de euros. CPPIB invirtió más de 600 millones de euros en Cintra Ferrovial para hacerse con el 10 % de la autopista que circunvala la ciudad de Toronto. Tal como muestra la tabla siguiente, si bien en 2010 ó 2012 las operaciones eran escasas, éstas se multiplicaron en 2013.

Las inversiones españolas generaron altos rendimientos, como lo muestra la operación de ONO, comprada en 2014 por la operadora de telecomunicaciones británica Vodafone. ONO estaba participada, en un 11,6%, por dos fondos canadienses: el Caisse de dépôt et placement du Québec y el OTPP.

Gráfico 5

Principales accionistas de ONO antes de la entrada de Vodafone



Fuente: Elaboración propia, 2014.

Inversiones estratégicas versus inversiones financieras

El curso 2013-14 fue particularmente interesante con la vuelta de viejos actores (fondos de pensiones canadienses) y un renovado interés por sectores olvidados (inmobiliario). También por haber alimentado la discusión en torno a los activos estratégicos (de países receptores como España) y los motivos de inversión (de los fondos de los países emisores).

Algunas inversiones han seguido lógicas puramente financieras como la entrada de GIC, el fondo soberano de Singapur, en Applus+, la empresa de certificación española con sede en Barcelona, que salió a bolsa en 2014. GIC entró en la empresa tomando más del 6% del capital, una participación notable, que demuestra el apetito inversor de los fondos soberanos por empresas cotizadas españolas.

4. Los fondos soberanos en España y América Latina

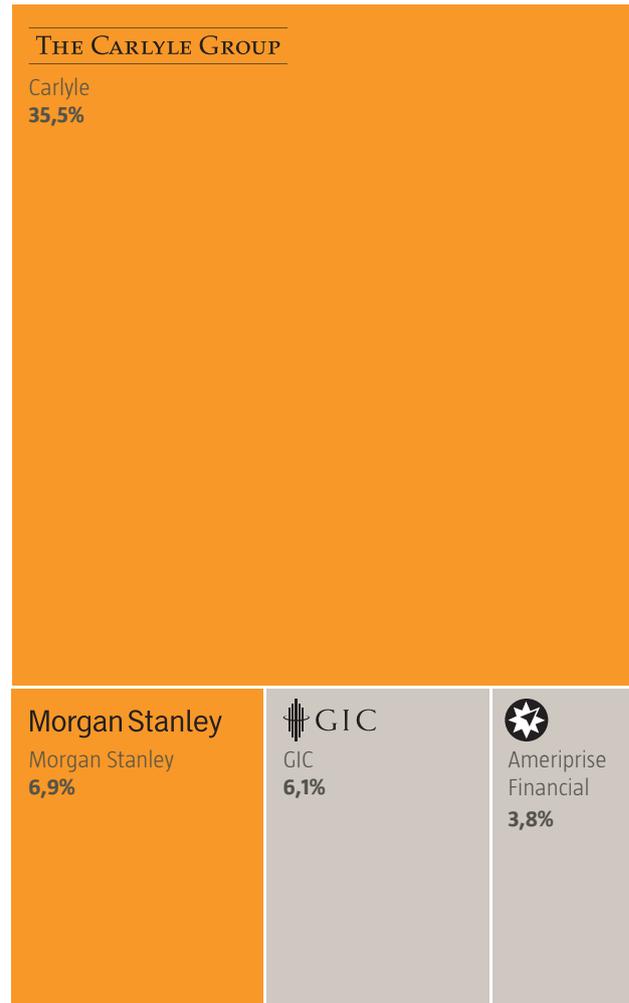
Mucha más polémica ha suscitado la operación en torno a Deoleo. Participada por numerosas cajas de ahorro y bancos relacionados con cajas (el principal accionista era Bankia con el 16,5% del accionariado). Deoleo se ha convertido en un foco de atención muy importante en 2014. Sus antiguos propietarios se desprendieron de más del 31% que poseían favoreciendo la entrada del fondo de capital riesgo británico CVC.

El Gobierno español reiteró en varias ocasiones la intención de querer mantener la compañía en España, ante los temores de que pasara bajo control italiano. Deoleo, líder mundial del mercado del aceite de oliva, despertó el interés de varios fondos de capital riesgo, pero sobre todo del fondo soberano italiano (Fondo Strategico Italiano – FSI) quien mostró interés en participar en la puja junto a Qatar Holding.

Italia es el principal exportador de aceite del mundo (y competidor directo de España). Por su parte, Deoleo es dueño de reputadas marcas italianas de aceite de oliva, como Bertolli, Carapelli o Sasso. El episodio desató las alarmas de la posible pérdida de un “activo estratégico” en beneficio de un competidor directo. Sin embargo, no se observó la misma preocupación con las compras de Campofrío, por parte de inversores mexicanos y chinos, operación también ubicada en el sector de la alimentación. Al final la venta se hizo a favor del fondo inglés de capital riesgo CVC que se adjudicó el control de la empresa en abril de 2014.

Gráfico 6

Principales accionistas de Applus+



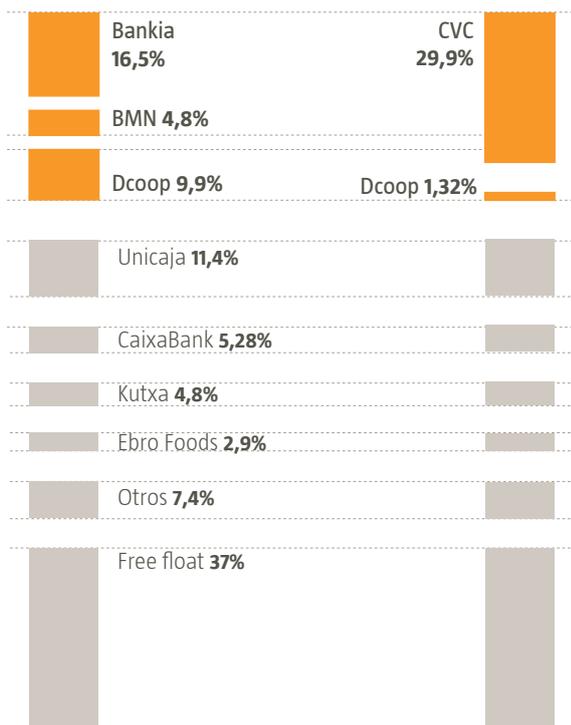
Fuente: Elaboración propia, 2014.

Gráfico 7

Accionariado de Deoleo tras la entrada de CVC

Antes de la entrada

Después de la entrada



Fuente: Elaboración propia, 2014.

El episodio de Deoleo subraya el protagonismo creciente de los fondos soberanos también como fondos estratégicos. La atención se focalizó sobre un sector primario (aceite) que representa un escaso peso en las exportaciones del país (apenas el 0,8% del total exportado por España), aunque altamente simbólico, quizá más desde el punto de vista político que desde el punto de vista económico.

España es el principal productor del mundo de aceite de oliva, pero más de un tercio de sus exportaciones van a Italia, en forma de aceite a granel, de poco valor añadido. En Italia, amplían el valor de la materia prima, construyen marcas y proporcionan aceites con más margen cuando son re-exportados a otros mercados. Así como España ha conseguido subir en la cadena de valor en el sector del

vino (otra materia prima transformada) quedan deberes por hacer en el sector del aceite de oliva.

Es posible que ahora esa puesta en valor llegue de la mano de los nuevos propietarios británicos. De hecho el aceite es, en Inglaterra, un producto de lujo. Subir en la cadena de valor debería ser un empeño de todas las industrias españolas, algo que están realizando en el sector empresas emblemáticas como Osborne, por ejemplo, en el ámbito del jamón pata negra y labelizado. Cabe destacar que Osborne también surgió de la mano de ingleses asentados en Cádiz y Jerez de la Frontera en el siglo XIX, y ahora es aliada, como símbolo de los tiempos nuevos, de Fosun, el principal conglomerado industrial privado chino.

A pesar del éxito planetario de marcas como Zara, Massimo Dutti, Pull&Bear (Inditex), Mango o Desigual – donde sí hemos conseguido potenciar marcas – los bolsos hechos en los talleres de Ubrique, con material y trabajo artesanal de primera calidad, son luego vendidos por marcas francesas o italianas. En todos estos sectores, las principales marcas “españolas” pasaron a bandera extranjera, sea Loewe en el sector del lujo (ahora francesa) o Campofrío en el de la alimentación (ahora china y mexicana). Claramente tenemos recorrido para conseguir que el “Made in Spain” sea un estándar de calidad reconocido mundialmente. Y esto no sólo entre nuestros vecinos europeos, sino también en los emergentes más lejanos como México, Brasil o China.

¿Un fondo estratégico para España?

España carece de los recursos habituales que alimentan los fondos soberanos (en general materias primas como petróleo, gas natural o cobre) y por lo tanto plantearse un fondo soberano español puede considerarse algo paradójico. Sin embargo, España posee instrumentos de financiación pública que podrían reinventarse.

El ICO ha jugado un papel importante de “oxigenación” financiera para muchas empresas a lo largo de la crisis 2007-2014. Pero sobre todo ha realizado algo que merece especial atención: creó e impulsó un fondo de fondos para el capital riesgo y el *venture capital*. Dotado con 1.200 millones de euros, este fondo de fondos ha sido fundamental para alimentar y dinamizar el mermado mercado de inversión alternativa, y en particular la inversión más volcada hacia la innovación, denominada inversión en *venture capital*⁴.

En 2013 y 2014 se realizaron varios concursos para dotar de capital a los fondos de *venture capital*. Esto ha permitido que

⁴ Ver sobre FOND-ICO: <http://www.ico.es/web/ico/fond-ico-global>.

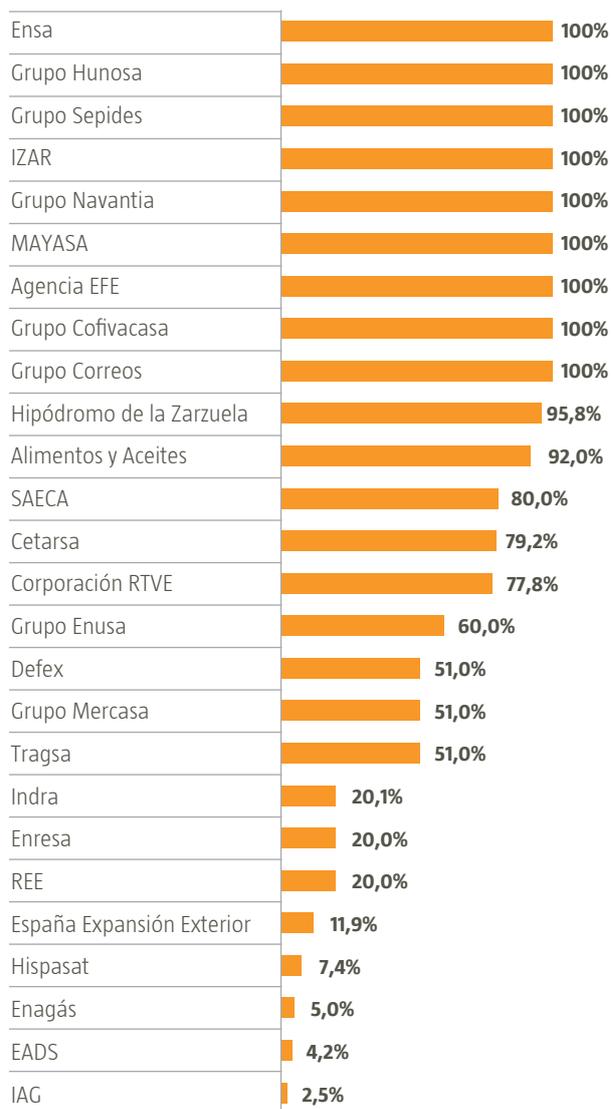
4. Los fondos soberanos en España y América Latina

media docena de equipos se consoliden o se creen, y que se convierta en un elemento dinamizador del ecosistema emprendedor español. Si bien en 2010 el volumen de *venture capital* en España apenas representaba 2 euros de inversión por habitante (frente a los 70 dólares de Estados Unidos o los 140 de Israel), en 2014, esta cifra quedaba más que duplicada. Cierto, queda recorrido, pero aquí como en otros países poco sospechosos de ser intervencionistas, como Chile, Israel o Singapur, el impulso estatal ha sido decisivo. La estrategia de fondos de fondos permite además, como en el caso de Israel, impulsar y dinamizar la iniciativa privada (y no pública) para que ésta lidere las inversiones buscando rendimientos, ingresos y creación de valor.

También durante la crisis, vía CDTI y ENISA, se impulsaron fondos de fondos como Amerigo. Impulsado en España por Telefónica, contó con el apoyo decisivo del CDTI—con aportaciones iguales de 50 millones de euros⁵— y ha permitido la formación de dos fondos de *venture capital* en el país, uno de ellos totalmente nuevo. Estas iniciativas lideradas por el CDTI, ENISA y el ICO, han permitido que España empiece a consolidarse como un foco de atención en los ecosistemas de *startups*. Todavía queda mucho recorrido por hacer, pero ¿quién hubiera imaginado cuando estalló la crisis, que *startups* españolas levantarían decenas de millones de euros de capital, como lo ha hecho en 2014 ScytI, de la mano de inversores internacionales norteamericanos e ingleses?

Gráfico 8

Participaciones de SEPI



Fuente: Elaboración propia, 2014.

De cara a futuro, los fondos de fondos del ICO, CDTI y ENISA, constituyen un tríptico por consolidar, quizás con algunas modificaciones, pero el rumbo parece ser acertado si el objetivo es alcanzar una España 3.0, más innovadora.

⁵ En 2013, Global Corporate Venturing premió a Amerigo, por este esquema público-privado, de innovación abierta y focalizado en Europa y América Latina.

En su día, la Sociedad Española de Participaciones Industriales (SEPI) también jugó un papel importante, en ocasiones controvertido. Se trata de otro ente público con capacidad financiera que podría replantear su estrategia. La SEPI todavía mantiene en cartera empresas muy dispares. Algunas de ellas aún llaman la atención: como las participaciones, muy minoritarias ya, en aerolíneas (IAG), el sector espacial y la aviación (EADS e Hispasat), el de la comunicación (RTVE, EFE, Correos) y más recientemente en el sector tecnológico con Indra a la cabeza (SEPI controla el 20%). Todos estos sectores son de alto valor añadido y algunos tienen retos de transformación e innovación importantes. En todo caso, todos apuntan hacia un país 3.0.

¿Fondos soberanos bilaterales?

Tal como hemos comentado, tanto Italia como Francia han desarrollado acuerdos de inversión con fondos soberanos para invertir en empresas nacionales. Es cierto que esos acuerdos aún no tienen un impacto real en sus economías y son, más exactamente, deseos de coinversión más que inversiones reales. Sin embargo, abren la puerta a posibles colaboraciones en España que serían del máximo interés: con la creación de fondos bilaterales.

Podría pensarse que el ICO armase un fondo junto a algún co-inversor de Medio Oriente; el CDTI hiciese lo mismo con una contraparte del Sudeste Asiático y ENISA con alguno de Asia del Norte (quizá Corea del Sur sería un buen socio). Constituirían fondos de fondos que buscarían además movilizar capital inteligente. Esto es, no sólo aportarían capital sino también capital expansión hacia regiones donde necesitamos abrir nuevos mercados, en concreto, Asia.

Así, se puede pensar en un fondo de fondos bilateral España-Catar (o España-Emiratos), para empresas de tamaño intermedio que facturan entre 100 y 5.000 millones de euros. El fondo aportaría capital pero también capacidad de acompañamiento internacional en Medio Oriente, de la mano de un inversor local de peso. Un fondo de fondos bilateral España-Singapur (o España-Corea), para empresas también del mismo tipo – aportarían capital expansión hacia el Sur (o el Norte de Asia).

Italia utiliza su fondo soberano, Fondo Strategico Italiano, con 6.000 millones de dólares bajo gestión, para establecer relaciones con fondos soberanos: hasta la fecha con Catar, Kuwait y Rusia (además de la histórica relación del país con Libia y su malogrado Libyan Investment Authority) y fortalecer la financiación de las empresas italianas⁶. En el caso de Catar, el acuerdo, firmado en marzo de 2013 bajo la modalidad de *joint venture*, establecía la creación de una nueva compañía (IQ Made in Italy) gestionada conjuntamente por Qatar Holding y el FSI, para invertir en sectores

ligados al “Made in Italy”: marcas, muebles y diseño, alimentación y turismo. Cada uno de los socios aportó 1.000 millones de euros.

En el caso de Rusia, enmarcado en el encuentro bilateral Italia-Rusia de 2013, el FSI ha firmado un acuerdo para comprometer 1.000 millones de euros (500 millones cada uno) para invertir en empresas y proyectos que favorezcan mayor cooperación económica entre Italia y Rusia.

La relación con Kuwait supone una vuelta de tuerca adicional. Firmado en julio de 2014, el acuerdo de coinversión implicó la constitución de una nueva sociedad de inversión (FSI Investimenti) con activos valorados en 2.185 millones de euros⁷. Entre los activos que FSI ha transferido a esta nueva sociedad destacan sus participaciones en Metroweb Italia (fibra óptica), Kedrion Group (biofarmacéutica), Valvitalia (equipamientos), y sobre todo, la inclusión de IQ Made in Italy. Así, la nueva *joint venture* creada con Catar queda incluida bajo el paraguas de FSI Investimenti, participada por Kuwait. Además de los activos aportados por FSI (que suman 1.185 millones), cada uno de los socios se ha comprometido a aportar 500 millones de euros. El capital de la sociedad es propiedad de FSI en un 77% mientras KIA controla el 23% restante. FSI Investimenti tiene idéntica misión de inversión que su matriz FSI, aunque excluye empresas en el sector de bebidas alcohólicas o del juego, dada la presencia de KIA.

Cabe comentar que, a pesar de las cifras, en la mayoría de los casos se trata aún de compromisos de inversión que todavía no se han concretado en *deals*. Sin embargo, el objetivo es claro y la necesidad también lo es, de modo que las operaciones se incrementarán próximamente. Italia tiene un tejido limitado de empresas intermedias. Apenas cuenta con 1.400 compañías que facturan más de 200 millones de euros, comparado con las más de 3.000 en Francia o las más de 5.000 en Alemania. Necesita –como en España– conseguir más empresas de ese tamaño y que éstas se hagan más grandes. No sorprende que Italia apenas concentre un 5% del capital riesgo europeo cuando su economía equivale al 18% del total de la UE⁸. Así, estos acuerdos con Catar, Kuwait y Rusia, podrían cubrir estas carencias de financiación no bancaria que sufren las empresas italianas para ganar tamaño.

Francia también se ha dotado de un fondo bilateral. En 2013, creó de la mano de Catar un fondo similar al italiano, un vehículo de 300 millones de euros destinado a invertir en empresas francesas de tamaño intermedio. Francia fue pionero entre los países OCDE, en este sentido, cuando en 2009 configuró un fondo de coinversión

⁶ Ver el listado de acuerdos y JV en <http://www.fondostrategico.it/en/joint-venture/joint-venture.html>

⁷ Ver https://www.zawya.com/story/Italys_FSI_and_Kuwait_KIA_create_investment_firm_with_USD298bn_in_assets-TR20140701nL6NOPCGOKX2/

⁸ Sobre el ecosistema de venture capital en Italia ver el estudio de Valerio Vacca, “Financing innovation in Italy: an analysis of venture capital and private equity in Italy”, Banca d’Italia, Occasional Papers, Octubre 2013. Disponible en: <http://www.bancaditalia.it/studicerche/convegni/atti/innovation-in-Italy/Vacca.pdf>

4. Los fondos soberanos en España y América Latina

entre el Fonds Stratégique d'Investissement (el fondo soberano francés, así denominado entonces, hoy Banque publique d'investissement) y el fondo soberano Mubadala de Abu Dhabi. El fondo, dotado con 150 millones de dólares se centra en inversiones de valor añadido, tecnología, biotecnología y energías renovables. Mubadala ya acumula cierta experiencia en este campo con la creación de fondos similares para invertir en Rusia: dos fondos privados de capital riesgo en 2010 (100 millones de dólares) y 2013 (900 millones); y un fondo de coinversión con el gobierno ruso por 2.000 millones de dólares.

Irlanda es un caso particularmente interesante para España, porque ha ido incluso más allá: se ha dotado de un fondo bilateral para apostar por *startups*, empresas tecnológicas de rápido crecimiento. Creado en 2014, el fondo tiene dos gestores (privados) y dos promotores, el gobierno irlandés y el gobierno chino. Con un total de 100 millones de dólares, el China Ireland Technology Capital Fund busca invertir en *startups* irlandesas (que además buscan expandirse en Asia y podrían utilizar China como entrada) y en *startups* chinas (que buscan expandirse en Europa y podrían utilizar Irlanda como entrada). El Gobierno irlandés, vía el National Pension Reserve Fund (a punto de extinción), aportó 50 millones de dólares, y el chino, a través de China Investment Corporation (CIC), aportó otros 50 millones⁹.

Muchos países están impulsando fondos "soberanos" para potenciar sus ecosistemas emprendedores, favoreciendo la inversión local¹⁰. Así, recientemente Canadá ha creado un fondo de 300 millones de dólares para impulsar inversiones en *startups* (Northleaf Venture Catalyst Fund¹¹), mediante inversiones en fondos de *venture capital* y/o directamente en *startups*. Un año antes Líbano, a través de su banco central, lanzaba un fondo de hasta 400 millones de dólares para invertir en *startups*. China busca adentrarse por su parte en Palo Alto, invirtiendo desde 2012 vía WestSummit Capital (400 millones de dólares) en *startups* americanas. El último país en implementar un fondo público dedicado a *venture capital* y *startups* es Taiwan cuyo National Development Fund ha movilizó hasta 400 millones de dólares para este sector. El fondo co-invertirá con inversores de *venture capital* hasta un límite del 40% de las acciones de las *startups* seleccionadas.

Cada vez son más los fondos soberanos "tradicionales" que están apostando por tecnología e innovación en sus inversiones. En 2013-2014, hemos constatado de nuevo esta tendencia de inversión en *startups* tecnológicas (tal y como adelantamos en el capítulo especial del Informe Fondos Soberanos 2013).

Temasek se mantiene como el fondo soberano más activo en *startups*. Así, invertía, en 2013, en la financiera tecnológica Markit 500 millones de dólares haciéndose con el 10% de la empresa. En 2014, Markit comenzaba a cotizar en Londres. También ha invertido, junto a la china Alibaba, más de 100 millones de dólares en la *startup* de aprendizaje de idiomas TutorGroup. Esta empresa con base en Asia tiene su centro de I+D en Silicon Valley, cuenta con 2.000 profesores en 30 países y estudiantes en más de 40. En 2014 también ha invertido en una ronda de más de 10 millones de dólares en la *startup* de Singapur GrabTaxi, fundada por dos estudiantes de Harvard de Malasia, y participó en una ronda de 30 millones de dólares para invertir en Mydala, una *startup* india.

Las inversiones de Temasek durante el curso 2013-2014 también incluyen participaciones en rondas de financiación de *startups* como Krux (35 millones de dólares), Snapdeal (10 millones), Jasper (50 millones), FirstCry (15 millones), 21Vianet (100 millones), Cloudary (110 millones). En 2014, Temasek invirtió 100 millones de dólares en Vertex, el brazo de *venture capital* del fondo soberano, para realizar más inversiones en *startups*, en particular de Singapur. El otro fondo soberano de Singapur, GIC, también se adentra ahora en inversiones en *startups*, incluso en países emergentes. Ha invertido en la brasileña Netshoes – junto con Temasek y otros inversores – en una ronda de 170 millones de dólares. A mediados del 2014 también participó en una ronda de 1.000 millones de dólares en Flipkart, una *startup* india.

También en este tipo de inversiones, los fondos soberanos están colaborando cada vez más, creando alianzas formales para invertir en empresas en fases de expansión. Así en 2012, dos fondos soberanos, el New Zealand Superannuation Fund y el Abu Dhabi Investment Authority, y un fondo de pensiones canadiense, el Alberta Investment Management Corporation, crearon "The Innovation Alliance" para invertir conjuntamente en empresas apoyadas por los mejores fondos de *venture capital*. Las inversiones oscilan entre los 100 y los 200 millones de dólares por empresa, con un fondo total de 1.000 millones (para realizar entre 5 y 10 inversiones)¹².

Además, estas alianzas en inversión en primeras fases (*venture capital*), forman parte de una tendencia más amplia: los fondos soberanos están multiplicando las co-inversiones (tal como hemos mostrado en el capítulo dedicado a tendencias globales) al mismo que tiempo que crean vehículos comunes¹³. Si bien a mediados de los 2000 el grueso de las inversiones en *private equity* las hacían solos, en 2010 la tendencia es la de co-inversión, ya sea a través de

⁹ Ver <http://www.finance.gov.ie/news-centre/press-releases/nprf-and-china's-cic-establish-100-million-china-ireland-technology>

¹⁰ Un interesante estudio del MIT muestra que cuánto más cercano el fondo de *venture capital* a su participada, mayor transferencia de conocimiento y apoyo. Ver Xavier Giroud et al. "The impact of venture capital monitoring: Evidence from a natural experiment", MIT Sloan School of Management, febrero 2013. Ver <http://www.mit.edu/~xgiroud/Vc.pdf>

¹¹ Ver <http://www.fin.gc.ca/n14/14-007-eng.asp>

¹² Ver Ashby Monk et al. "The Valley of opportunity: rethinking venture capital for long term investors", Stanford University, febrero 2014. Ver http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2391005

¹³ Ver Josh Lerner y Lily Eang, "The Disintermediation of Financial Markets: Direct Investing in Private Equity", Harvard University and NBER; INSEAD and Victoria Ivashina Harvard University and NBER, 2014. Sobre co inversiones ver también: https://www.preqin.com/docs/newsletters/pe/Preqin_PESL_Mar_14_Co_Investments.pdf

fondos de *private equity* y/o también con otros fondos soberanos que se dotaron de equipos especializados en este ámbito, sobre todo en esta última década. Temasek, por ejemplo, ha creado toda una serie de fondos país de *private equity* con actores locales: en 2005 impulsó un fondo de 150 millones de dólares con Troika Dialog (para inversiones en Rusia); en 2012, un fondo de 1.900 millones con Pavillon Capital (para invertir en China); y otro con Dymon de casi 250 millones (para Asia); en 2013 se adentró en América Latina junto a otros inversores con un fondo de 450 millones llamado Oro Negro. Tampoco se olvidó de África, con el Tana Africa Fund, de 300 millones, creado en 2011.

La creación de los fondos soberanos bilaterales permitiría a las empresas españolas aumentar las probabilidades de éxito en la entrada a los mercados emergentes: tal y como han hecho Osborne o NH mediante sus alianzas con inversores, chinos en este caso. También permitiría consolidar el tamaño de las empresas españolas: no sólo necesitamos más *startups* – empresas de alto crecimiento y con base tecnológica, sea de biotech, energías limpias o de nuevas tecnologías, en particular digitales y/o digitales-industriales. Necesitamos que nuestras empresas, sea cual sea el sector, consigan crecer, en tamaño, en ingresos, en beneficios, empleados, y para ello internacionalizarse e innovar. Cuanto antes, mejor; cuánto más alcance, también mejor.

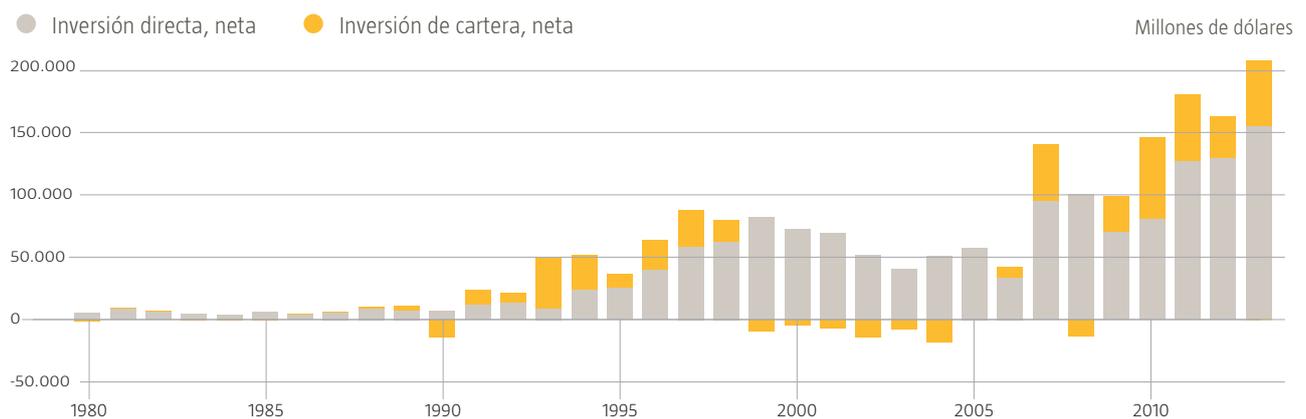
Socios estratégicos de expansión internacional

Las participaciones de los fondos soberanos juegan a veces a favor de las empresas españolas. Un interesante ejemplo es el de Abertis, que en 2014 inició una ofensiva importante en Australia. La empresa española pujó por las autopistas australianas de Queensland, una concesión valorada en unos 4.000 millones de euros. En esta ocasión Abertis ha ido acompañada en la puja por socios de peso, la australiana Hastings Funds Management, el fondo de pensiones holandés APG y el fondo soberano kuwaití KIA. Por su parte, el rival de Abertis (liderado por un consorcio local que acabó ganando la concesión) pujó también junto a otros inversores entre los que participaba otro fondo soberano, en este caso ADIA.

En 2014, FCC también ha conseguido desembarcar en Catar con un contrato de 500 millones para la construcción del metro de Doha. Anteriormente se había hecho con la construcción del metro de Riad. Otras empresas como Acciona, Abengoa o Indra también consiguieron consolidar relaciones estables con fondos soberanos e inversores de la región, aunque no se hayan materializado siempre por tomas de participación o esquemas de financiación como el de Abertis en Australia.

Gráfico 9

Flujo de capitales extranjeros según su tipo (1980-2013)



Fuente: FMI, 2014.

4. Los fondos soberanos en España y América Latina

Es interesante, en cualquier caso, cómo operaciones mundiales se configuran cada vez más de la mano de operadores industriales aliados directamente con fondos soberanos, prueba de que éstos últimos están realizando cada vez más operaciones de inversión directa (no sólo a través de fondos de fondos o fondos de terceros). En el caso español además permite el acceso a financiación de largo plazo, sustituyendo cada vez más a los bancos, por este otro tipo de inversor.

En muchos países, de África, América Latina, por no hablar de Asia, es probable que veamos más operaciones de este tipo. Dotarse de equipos financieros y estratégicos que articulan no sólo la dimensión financiera sino también la industrial y la propuesta operativa de negocio, será cada vez más decisivo para las grandes empresas del IBEX. Algunas están consiguiendo operaciones notables como hemos visto (Iberdrola, Repsol, Abertis), pero todavía son la excepción. Quedan aún muchos mercados por explorar: en África, por mencionar sólo un continente, están brotando numerosos y potentes fondos soberanos.

En un país como Angola, por ejemplo, el petróleo representa más del 97% de las exportaciones y un 80% de los ingresos del país. El país tiene ahora su propio fondo soberano. Lo mismo ocurre en Nigeria, actualmente la mayor economía del continente, con un PIB todavía por detrás de Noruega pero ya por delante de Bélgica. En Sudáfrica el Public Investment Corporation ya tiene más de 150.000 millones de dólares bajo gestión. Hoy en día es el gestor más grande de África, una institución centenaria cuya estructura, estrategia y funcionamiento se asemeja más a la de los grandes fondos de pensiones públicos de Canadá o de EEUU que a la de los fondos soberanos. Recientemente empezó a expandirse fuera del país, realizando inversiones en Nigeria (290 millones de dólares invertidos en la cementera nigeriana Dangote, la mayor operación realizada en 2013 en la bolsa de Nigeria). En 2010 tomó la decisión de invertir el 10% de sus activos fuera de Sudáfrica. La mitad de los 15.000 millones fueron a parar a fondos de inversión globales como BlackRock, la otra mitad hacia otros países africanos.

Botswana por su parte, se ha dotado de un fondo similar, el Botswana Public Officers Pension Fund (también tiene un fondo soberano manejado por el Banco Central) que ya acumula más de 4.000 millones de dólares bajo gestión y tiene el 60% invertido fuera del país. Más al norte, el Revenue Regulation Fund de Argelia tiene más de 77.000 millones de dólares en la hucha, superando al de Libia (65.000 millones), al Pula Fund de Botswana y al Fondo Soberano de Angola (5.000 millones), o al de Nigeria (1.000 millones). Todos ellos, eso sí, con un potencial grande de crecimiento de sus activos bajo gestión que los colocarán en pocas décadas entre los más grandes del mundo.

En todos estos casos (Angola, Nigeria, Sudáfrica, Botswana, Argelia), las necesidades en infraestructuras, deberían inspirar en el

futuro alianzas parecidas a las de Abertis en Australia. Esto podría acompañar el arraigo en el continente africano de empresas españolas, por ahora poco presentes. Lo mismo podría hacerse en Asia de la mano de fondos soberanos de Malasia, Singapur o Corea del Sur, otra región donde la presencia empresarial española es más bien tímida. A estos países podría añadirse también Indonesia, otro de los grandes países emergentes que está considerando dotarse de un fondo soberano.

La diplomacia económica podría encontrar aquí una prioridad: focalizarse en países (emergentes en particular) dotados con fondos soberanos que puedan ser contrapartes de empresas españolas (quizá acudiendo para ello, como en el pasado, al nuevo Jefe del Estado y la renovada Casa Real). Esta acción debería ser coordinada, es decir, dependiente del Gobierno de España, para evitar mensajes cacofónicos y multiplicar así el impacto y el beneficio para todo el país.

Las inversiones de los fondos soberanos en América Latina

Latinoamérica se ha convertido en una región atractiva para la inversión extranjera, tanto de cartera como de inversión directa. Esto es debido principalmente al crecimiento económico de los últimos años, acompañado de la expansión de las clases medias, una mayor estabilidad macroeconómica de la región, un incremento de las oportunidades que ofrecen los sectores tradicionales de recursos naturales, y a nuevos desarrollos en las áreas de infraestructura, manufactura y tecnología. De hecho, los flujos de inversión extranjera directa pasaron de 33.820 millones de dólares en 2006 a 154.681 millones de dólares en 2013, mientras que los flujos de inversión de cartera aumentaron de 8.184 millones de dólares a 53.046 millones de dólares durante el mismo periodo (ver Gráfico 9). Es claro el enorme interés que los inversores tienen en una región dinámica como América Latina, y los fondos soberanos no son una excepción.

Otro fenómeno interesante que se ha producido en América Latina es que gracias al sustancial incremento de los precios de las principales materias primas que exporta la región, se han producido importantes ahorros financieros y un aumento de las reservas internacionales en la mayoría de los países. Parte de los ahorros excedentes se han destinado a la creación de nuevos mecanismos de ahorro. Así, las reservas internacionales de América Latina crecieron de 146.629 millones de dólares en 2002 a 814.903 millones de dólares en 2013 (ver Gráfico 10). Además de reflejar la fortaleza de las cuentas externas de la región, varios países han decidido establecer mecanismos para canalizar los ahorros procedentes del *shock* externo positivo, debido al incremento de los precios de los *commodities*. Uno de esos mecanismos consiste en establecer fondos soberanos propios.

Si bien es cierto que la región ha obtenido importantes logros, tales como mayor estabilidad macroeconómica y el avance en la agenda de reformas, aún persisten importantes retos de desarrollo, especialmente en el área microeconómica. Dos de los problemas más importantes a superar son la baja productividad y la brecha en infraestructuras. Se estima que Latinoamérica invierte cerca del 3% del Producto Interno Bruto (PIB) en infraestructuras, y se calcula que debería invertir el doble de recursos para cerrar la brecha existente y mantener el ritmo al crecimiento económico. Los fondos públicos disponibles y el financiamiento multilateral son insuficientes para lograr este objetivo, por lo que es fundamental la participación del sector privado. Los fondos soberanos pueden jugar un papel fundamental en la provisión del financiamiento necesario, para acometer muchos de los proyectos de infraestructura que requiere la región para solucionar cuellos de botella e impulsar la integración regional. Además, como explicamos en el Informe 2013, los fondos soberanos pueden servir como “inversores ancla” para otros inversores institucionales y co-invertir en proyectos de gran envergadura.

Tabla 8

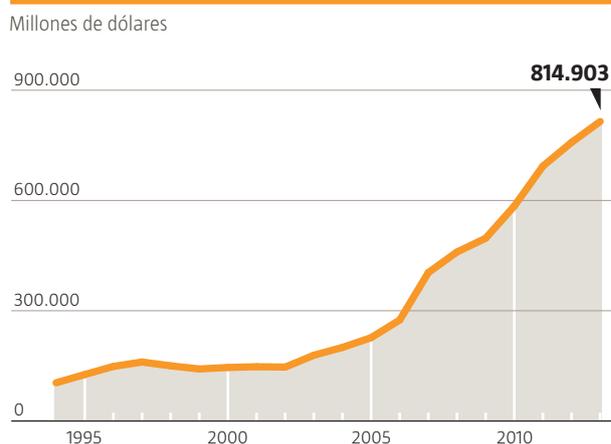
Participaciones de GIC en empresas brasileñas

Compañía	Participación	País	Tipo
Linx SA	5,02%	Brasil	Tecnología/Comunicaciones
BRF SA	4,4%	Brasil	Procesado de alimentos
CETIP SA	4%	Brasil	Cámara de compensación
Aliansce Shopping Centers SA	5,9%	Brasil	Desarrollo y gestión de centros comerciales
Direcional Engenharia SA	5%	Brasil	Desarrollo y construcción de propiedades e inmuebles

Fuente: Bloomberg y ESADEgeo 2013.

Gráfico 10

Evolución de las reservas internacionales de América Latina y el Caribe (1994-2013)



Fuente: BID y CAF.

La actividad reciente de los fondos soberanos en América Latina

En este apartado se describen brevemente las principales actividades de algunos fondos soberanos activos en la región. En 2013, el *Government Pension Fund Global* apostó por el buen desempeño de la región, invirtiendo en 71 nuevas empresas de América Latina. De esta manera consolidó su stock de inversiones en más de 338 compañías y mantuvo en cartera más de 150 diferentes tipos de bonos emitidos por 42 empresas que operan en Latinoamérica. Cabe destacar que el valor de mercado de sus activos en la región creció en un 26%, alcanzando los 21.200 millones de dólares. Este fondo ha sido muy activo en Colombia, donde invirtió 800 millones de dólares y en México, donde su posición en deuda soberana equivale a 5.390 millones de dólares.

4. Los fondos soberanos en España y América Latina

Por su parte, GIC, desde Singapur, que recientemente ha realizado cambios en su estrategia de inversión, enfocándose en factores de crecimiento a largo plazo para gestionar su cartera de inversiones, tiene un 4% de su cartera invertida en Latinoamérica, un monto equivalente a 12.400 millones de dólares. Este fondo se ha posicionado principalmente en Brasil, donde mantiene importantes inversiones en compañías que operan en diversos sectores (ver Tabla 9).

Tabla 9

Inversiones recientes de Temasek Holdings

Compañía	Inversión*	País
Integradora de Servicios Petroleros Oro Negro	126	México
Hidroviás do Brasil	20	Brasil
Amyris Biotechnologicals	20	Brasil

Fuente: Bloomberg y ESADEgeo 2013.

* En millones de dólares.

Recientemente este fondo ha invertido 135 millones de dólares en la empresa brasileña Aegae Saneamiento e Participacoes SA, relacionada con agua y saneamiento, y es además líder en la inversión de 170 millones en Netshoes, empresa manufacturera que se dedica a la venta de artículos deportivos on-line. En esta última operación también participaron Temasek Holdings, otro fondo soberano de Singapur, Tiger Global Management, Iconiq Capital y Kszed Ventures.

Temasek, a través de nuevas inversiones y a la revalorización de inversiones existentes, aumentó su posición consolidada en la región (ver tabla 14), alcanzando 3.430 millones de dólares en 2013, comparado con 1.580 millones al cierre de 2012. Estas inversiones se realizaron en diversos sectores, tales como el energético, tecnológico, industrial y de transporte, etc.

Es de destacar también la inversión realizada en el 2012 en el Banco Bajío, el octavo banco más grande de México en ese momento. Otra operación digna de mención es la participación de Temasek Holdings en la ampliación de capital de 86 millones de dólares de la empresa Virgin Mobile Latinoamérica, que opera en Chile y Colombia y que con esta inversión planea expandirse a Brasil y México.

El Alaska Permanent Fund, es otro de los grandes fondos que ha incrementado sus posiciones en la región y en 2013 ya dedicaba el 4% de sus inversiones a Latinoamérica, equivalente a 1.900 millones de dólares. Otro fondo activo, en éste caso de pensiones, es el *Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB)*, que abrió una oficina en Sao Paulo para buscar oportunidades de inversión interesantes en la región. Este fondo tiene un stock de inversiones en América Latina de cerca de 4.600 millones de dólares concentradas principalmente en inmobiliario e infraestructuras. CPPIB ha sido muy activo participando en el capital tanto de empresas públicas como privadas, por ejemplo, recientemente invirtió en la compañía peruana Transportadora de Gas del Perú S. A.

Los fondos soberanos de América Latina y el Caribe

América Latina no solo se ha consolidado como una región atractiva para la captación de inversiones por parte de los fondos soberanos más grandes del mundo, lo que se refleja tanto por el incremento en las posiciones en la región, como por el creciente número de operaciones que se realizan en ella, también hay que destacar el importante número de países latinoamericanos que han destinado recursos para dotar sus propios fondos soberanos o crear nuevos fondos¹⁴.

La estrategia utilizada varía de país en país, con diferentes objetivos en cada caso, pero tienen de manera general una misión de estabilización dada la dependencia respecto a sus materias primas, incluida la volatilidad en el precio de las *commodities*. También persiguen un objetivo de transferencia de riqueza inter-generacional o, al menos, asegurar un ahorro nacional para hacer frente a los choques externos negativos. Los fondos soberanos también pueden funcionar como un mecanismo para manejar los efectos en el mercado cambiario nacional ante nuevas entradas de capitales, complementando otras medidas previamente utilizadas como la acumulación de reservas o los impuestos para controlar las entradas de flujos de capitales.

Como parte de su estrategia para preservar su estabilidad macroeconómica, recientemente en Colombia se aprobaron una serie de medidas en el área fiscal que incluyen la creación de un fondo soberano. Este fondo recibirá recursos de parte de las *royalties* obtenidas del sector petrolero y minero. El objetivo de este fondo es evitar los efectos negativos de la entrada excesiva de capitales que puedan apreciar la moneda y hacer menos competitiva a la industria nacional a través del fenómeno de la *enfermedad holandesa*. Se estima que este fondo podrá ahorrar recursos en el orden de los 2.000 millones de dólares por año.

Panamá creó su Fondo de Ahorro de Panamá, con el objetivo de servir de mecanismo de ahorro de largo plazo para el Estado panameño y para ser utilizado en situaciones de recesión económica o ante desastres naturales. Este fondo soberano cuenta con recursos provenientes del total de activos traspasados del Fondo Fiduciario para el Desarrollo (aproximadamente 1.300 millones de dólares), además de las contribuciones de la Autoridad del Canal de Panamá al Tesoro Nacional superiores al 3,5% del PIB del año en curso, más las herencias, legados y donaciones que por ley le correspondan.

Tabla 10

Fondos Soberanos de América Latina y el Caribe

Ranking	País	Nombre del Fondo	Activos*	Año de fundación	Origen
1	Chile	Fondo de Estabilización Económica y Social	15.419	2007	Cobre
2	Perú	Fondo de Estabilización Fiscal	8.600	1999	Non-Commodities
3	Chile	Fondo de Reserva de Pensiones	7.400	2006	Cobre
4	Brasil	Fondo Soberano de Brasil	6.600	2008	Non-Commodities
5	México	Fondo de Estabilización de Ingresos Petroleros	6.000	2000	Petróleo
6	Trinidad y Tobago	Heritage and Stabilization Fund	4.700	2000	Petróleo
7	Venezuela**	Fondo de Estabilización Macroeconómica	1.800	1998	Petróleo
8	Panamá	Fondo de Ahorro de Panamá	1.300	2012	Non-Commodities
9	Colombia	Fondo de Estabilización Petrolera	0,7	1993	Petróleo

Fuente: ESADEgeo (2013 y 2014).

* En millones de dólares.

** Estimación del blog de Miguel Octavio sobre economía venezolana.

En México por su parte se tiene previsto para este año, la creación de un nuevo instrumento denominado Fondo Mexicano para la Estabilización y el Desarrollo, para administrar los ingresos provenientes de la actividad petrolera de una forma más

¹⁴ Ver Javier Capapé y Javier Santiso (2014), *Latin American linkages*, en Global Public Investor, 2014 (Londres: OMFIF).

4. Los fondos soberanos en España y América Latina

transparente y efectiva. Dentro del extenso programa de reformas emprendido por el país, la aplicación de este instrumento contribuiría a preservar la estabilidad macroeconómica nacional, a asegurar la disciplina fiscal al limitar la dependencia de las finanzas públicas de los ingresos petroleros, a asegurar los beneficios para generaciones futuras, así como garantizar una fuente de recursos para el desarrollo de las infraestructuras nacionales.

Por último, los fondos chilenos están experimentando cambios importantes en sus políticas de inversión. Tal como anunciamos en el Informe 2013, Chile ha revisado los *benchmarks* de sus fondos. El año anterior, tan solo el Fondo de Reservas de Pensiones había incluido un porcentaje de inversión en acciones. Este año, también el Fondo de Estabilización Económica y Social ha abierto la posibilidad de inversión en acciones: hasta un 7,5% de su cartera podrá invertirse en acciones en el exterior. Estos cambios en las políticas de inversión, muestran el carácter dinámico de los fondos soberanos, que no son organizaciones estáticas sino que evolucionan adaptándose al entorno.

Las virtudes de los fondos soberanos

A modo de conclusión, podemos resaltar algún atractivo más e incluso virtud que los fondos soberanos están (en algunos casos) aportando a España y podrían aportar a América Latina, a medida que su exposición se fortalece. No sólo se trata de capital (que lo aportan y de manera principal), sino también de capital que permita y ayude a las compañías a aterrizar en regiones emergentes, donde éstas necesitan expandirse si quieren seguir (o empezar) a crecer y alcanzar tamaños mayores. En el caso de España, apenas tiene un centenar de empresas que facturan más de 1.000 millones de euros.

La presencia del fondo noruego en el capital de más de 70 empresas españolas cotizadas, está contribuyendo a mejorar puntualmente o potencialmente el gobierno corporativo del capitalismo castizo. Conforme van apareciendo inversores institucionales (noruegos, canadienses y otros como Australia o Nueva Zelanda) las aprobaciones automáticas de consejeros, remuneraciones o prácticas corporativas, antes validadas en la recámara, entre amigos, se están volviendo cada vez más un ejercicio incierto y abierto, sometido al escrutinio de inversores cada vez más sofisticados.

No nos engañemos: con cerca de 900.000 millones de dólares bajo gestión, el fondo soberano de Noruega no es sólo uno de los más grandes del mundo, sino también uno de los más sofisticados y más volcados en mejorar las prácticas de buen gobierno corporativo. La presencia –y el aumento de la misma– de este tipo de fondos en la economía española sólo puede ser una buena noticia: corrobora el atractivo de las empresas del país y de España en general; pero también conlleva beneficios disfrazados, más allá de la oleada de capital: incrementar la presión virtuosa sobre las empresas cotizadas para mejorar sus prácticas corporativas.

Si queremos una España 3.0, más moderna, también en sus prácticas corporativas, quizás debamos aplaudir e incentivar más la llegada de estos inversores institucionales. Más aún, quizás debamos pensar seriamente en desplegar con ellos estrategias de co-inversión, en particular para fomentar las inversiones alternativas a la financiación bancaria, de la que tanto han dependido el país y las empresas españolas en las décadas pasadas.

Tabla 11

El fondo soberano noruego: un accionista exigente con el gobierno corporativo de las empresas del IBEX

Compañía	Participación (%)	Puntos del orden del día de las Juntas en los que votó en contra
Abengoa	3,16	Reelección de consejeros y Ampliación capital excluyendo el dcho de suscripción preferente
Abertis	0,72	Reelección de consejeros e Informe de remuneraciones
Acciona	1,29	Plan de entrega de acciones e Informe de remuneraciones
Acerinox	1,85	Reelección de consejeros e Informe de remuneraciones
ACS	1,12	Informe de remuneraciones
Atresmedia	0,72	Informe de remuneraciones
Bankia	0,3	Gestión del consejo entre 1 de enero y 25 de mayo de 2012. Ampliación de capital y emitir otros valores excluyendo el derecho de suscripción preferente de los accionistas
Bankinter	1,52	Reelección de consejeros
BME	1,89	Reelección de consejeros
B. Popular	1,15	Reelección de consejeros y Emisión de valores excluyendo el derecho de suscripción preferente de los accionistas
CaixaBank	0,53	Ratificación del nombramiento por cooptación de consejeros. Ampliación capital y emisión de otros valores excluyendo el derecho de suscripción preferente de los accionistas
Ebro Foods	1,67	Ratificación del nombramiento por cooptación de un consejero
Endesa	0,24	Reelección de consejeros e Informe de remuneraciones
FCC	0,81	Informe de remuneraciones
Ferrovial	2,17	Reelección de consejeros y Retribución vinculada a la acción para la alta dirección
Gas Natural	0,87	Reelección de consejeros e Informe de remuneraciones
Grifols	1,08	Informe de remuneraciones
Indra	2,98	Reelección de consejeros
Mapfre	0,99	Reelección de consejeros. Informe de remuneraciones. Ampliación de capital sin derecho de suscripción preferente
OHL	1,94	Entrada de consejeros con funciones ejecutivas en el sistema de participación en el capital
Prisa	0,89	Ampliación de capital y emitir otros valores excluyendo el derecho de suscripción preferente de los accionistas
Repsol	1,24	Reelección de consejeros e Informe de remuneraciones
Sacyr	0,94	Reelección de consejeros. Informe de remuneraciones. Retribuciones percibidas en 2012 por el consejo ejecutivo.
Santander	1,7	Reelección de consejeros
T. Reunidas	1,61	Nombramiento de auditor e Informe de remuneraciones
Telefónica	1,78	Reelección de consejeros y Emisión de valores excluyendo el derecho de suscripción preferente de los accionistas

Fuente: Elaboración propia con datos de NBIM y Expansión, 2014.



Javier Capapé

PhD Candidate, ESADE Business School y Researcher, ESADEgeo-Center for Global Economy and Geopolitics

Tomás Guerrero

PhD Candidate, Universidad Carlos III y Researcher, ESADEgeo-Center for Global Economy and Geopolitics

Las inversiones en renta variable del GPFNG de Noruega: Un fondo soberano europeo para Europa

5. Las inversiones en renta variable del GPF de Noruega: Un fondo soberano europeo para Europa

El fondo noruego Government Pension Fund Global (GPF) es el fondo soberano más grande del mundo. Gestionado por una unidad de inversión del banco central (Norges Bank Investment Management – NBIM), cuenta con una cartera valorada en más de 897.000 millones de dólares. Para situar el volumen que maneja el fondo basta con saber que representa el 1,3% de todas las acciones cotizadas del planeta. En este capítulo mostramos los orígenes del fondo. También explicamos algo muy importante: por qué el GPF, a pesar de incluir el término “pension” en su nombre no es un fondo de pensiones. Realizamos un análisis del modelo de inversión propio del fondo noruego (denominado ya *Norway model*) y lo comparamos con el modelo paradigmático (*Yale model*). El trabajo de análisis de la cartera del fondo en renta variable desde 1998 hasta 2014 es único en su especie: por primera vez hasta la fecha, analizamos las inversiones del fondo desde sus comienzos a nivel microeconómico (empresa); también sectorial, país y continental. El análisis permite observar un sesgo fundamental: el GPF es un fondo europeo para Europa. Por una decisión deliberada, el fondo invierte de manera preferente en empresas europeas y penaliza la entrada en empresas norteamericanas, estadounidenses, principalmente. El capítulo también aborda cuestiones como la gobernanza del fondo, sus inversiones en los BRICS, la evolución de sus inversiones en España y sus empresas, o su presencia en paraísos fiscales.

La historia del fondo soberano más grande del mundo

En 1990, el Gobierno de Noruega se dotó de una herramienta de política fiscal para mejorar la gestión en el largo plazo de los ingresos procedentes de sus abundantes recursos petrolíferos: el Petroleum Fund.

Su constitución fue el resultado de años de deliberaciones en el seno del parlamento noruego, *Storting*. Estas comenzaron en el año 1974 con la presentación por parte del Ministro de Finanzas del informe parlamentario “*The role of petroleum activity in Norwegian society*”, que planteaba diferentes usos para la riqueza petrolera del país, y terminaron en el año 1983 con la aprobación por parte del Comité Tempo del Informe NOU 1983:27, que proponía la creación de un fondo en el que el gobierno pudiera almacenar los beneficios procedentes de la explotación de los recursos petrolíferos y gastar solamente la rentabilidad real derivada de los mismos.

Tras su puesta en marcha, el fondo obtiene su primera transferencia de capital del Ministerio de Hacienda en 1996. Hasta 1997, la estrategia de inversión que sigue el fondo es idéntica a la que persigue el Banco Central de Noruega con sus reservas de divisas. El fondo, que por entonces gestionaba 20.000 millones de dólares, estaba invertido en su totalidad en renta fija.

En 1997, y tras un arduo debate parlamentario, el Ministerio de Finanzas redefine la estrategia de inversión del fondo y decide destinar un 40% de los activos a inversiones en renta variable. Como consecuencia, el 1 de enero de 1998 se constituye el Norges Bank Investment Management (NBIM) para gestionar el fondo bajo la supervisión del Ministerio de Finanzas. Ese primer año realiza 2.027 inversiones, la mayoría de ellas en Estados Unidos (605), Japón (443) y Reino Unido (216).

Durante el periodo comprendido entre el año 2000 y 2008, el aumento del precio del petróleo incrementa el número y la cuantía de las transferencias de capital procedentes del Ministerio de Hacienda, y hace crecer el fondo más de lo esperado (pasa de 44.000 millones de dólares a 322.000 millones de dólares). Además, durante esta etapa, el fondo cambió su denominación y pasó a llamarse Government Pension Fund Global (GPF) y el Ministerio de Finanzas decidió aumentar un 20% adicional el peso de la renta variable en la cartera del fondo (hasta el 60%).

En el año 2009, se evalúan las normas éticas del fondo, las inversiones en renta variable alcanzan el 60% de la cartera en el mes de junio y el fondo publica un retorno de un 25.6%, record hasta la fecha.

En los últimos cuatro años el fondo ha reorientando su estrategia de inversión, dando entrada a activos más sofisticados y acciones de mercados emergentes. En 2010 introdujo un mandato para que el fondo pueda invertir hasta un 5% en el sector inmobiliario¹ y en 2012 el Ministerio de Hacienda anunció un plan para reducir gradualmente su exposición a Europa hasta un 40% y aumentar las inversiones en los mercados emergentes hasta el 10%. Recientemente, el fondo ha dado un paso más en su estrategia de diversificación, al anunciar que destinará alrededor de un 1% a inversiones en *mercados frontera*² como Nigeria o Pakistán. Con ello no sólo buscan una mayor diversificación de su *portfolio* sino generar también mayores retornos en los próximos años.

Una aclaración: el Government Pension Fund Global NO es un fondo de pensiones

En el año 2006, el fondo cambió su nombre y pasó a llamarse Government Pension Fund Global. Con el cambio, el gobierno noruego insinuaba cuál podría ser el papel del fondo en un futuro marcado por el envejecimiento de la población: sufragar un incremento de los costes de las pensiones públicas. A pesar del cambio en su denominación y de la declaración de intenciones

¹ El pasado mes de agosto el fondo reestructuró sus departamentos de inversión para aumentar su capacidad *in-house*. Nombró tres nuevos Chief Investment Officers y amplió el equipo de gestión de activos inmobiliarios <http://www.ipe.com/norwegian-oil-fund-restructures-investment-team-grows-property/10002781.fullarticle>.

² Ver <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2014/05/22/guest-post-frontier-markets-more-profitable-less-volatile/>

descrita por el mismo, el fondo nunca ha operado como un fondo de pensiones.

A diferencia de los fondos de pensiones tradicionales, como los canadienses o japoneses, el GPFG no tiene obligaciones en materia de pensiones. De hecho, a día de hoy, el gobierno noruego no ha tomado ninguna decisión que le permita financiar las pensiones presentes. Ni siquiera ha decidido el momento a partir del cual el fondo podrá ser utilizado para cubrir los costes derivados de las pensiones futuras. Este hecho, junto a las limitaciones que el ejecutivo noruego tiene para disponer de los recursos del fondo, no sólo garantizan la visión de largo plazo del fondo sino que determinan la naturaleza del vehículo: para muchos autores, esta ausencia de obligaciones en materia de pensiones es lo que define a los fondos soberanos³.

Sin embargo, la ausencia de obligaciones actuales en materia de pensiones no impide que algunos fondos soberanos tengan como objetivo satisfacer las contingencias futuras en materia de pensiones (lo que el FMI denominó en 2008 como “fondos de reserva de pensiones contingentes”). Dos claros ejemplos de este tipo de fondos soberanos están en Australia y Nueva Zelanda. El Future Fund australiano (97.570 millones de dólares) y el fondo soberano de Nueva Zelanda, New Zealand Superannuation Fund (25.510 millones de dólares) fueron configurados con el objetivo de servir de depósito para afrontar futuras obligaciones en materia de pensiones aunque no hagan frente en la actualidad a pagos de pensiones. También el fondo soberano irlandés (National Pensions Reserve Fund) nació con esta idea de acumular retornos para hacer frente al coste futuro de las pensiones. Sin embargo, tras la grave crisis vivida por el país, en 2009 el Ministerio de Finanzas decidió alterar el fin del NPRF como reserva para las pensiones y utilizarlo para recapitalizar a los dos grandes bancos quebrados: Allied Irish Banks (AIB) y Bank of Ireland. En la operación invirtieron 20.700 millones de dólares. Al cierre de 2013, las posiciones y caja generada por la venta de participaciones de los dos bancos estaban valoradas en 15.400 millones de euros⁴. Han perdido en la operación un 26 % del valor de la inversión inicial. La pregunta que queda pendiente es: ¿podrán Australia, Nueva Zelanda o Chile, aguantar la tentación de aplicar políticas económicas cortoplacistas si sus economías o sectores clave entran en problemas serios?

³ Capapé, Javier and Guerrero, Tomas, “More Layers than an Onion: Looking for a Definition of Sovereign Wealth Funds” (June 1, 2013). SovereignNET Research Papers; ESADE Business School Research Paper No. 21. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2391165> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2391165>.

⁴ Más información en la página web del NPRF (todavía no extinto) en su transición hacia un fondo público de inversión estratégica: <http://www.nprf.ie/DirectedInvestments/directedInvestments.htm>

Del Yale model al Norway model

El funcionamiento y los retornos obtenidos por el GPFG no han pasado desapercibidos para los inversores institucionales en todo el mundo. En los últimos años, la gestión del fondo noruego no sólo se ha convertido en una referencia de transparencia y buen gobierno para el resto de fondos soberanos, sino en un modelo de gestión de activos atractivo para los inversores privados, dados los retornos obtenidos.

Pero, ¿qué principios de inversión pueden incorporar los inversores privados para seguir una estrategia similar a la del fondo noruego? El *white paper*⁵ “Yale versus Norway”⁶ publicado en Septiembre de 2012 por Curtis Greycourt, aborda esta cuestión comparando las estrategias de inversión seguidas por David Swensen al frente del *endowment portfolio* de Yale con las de Yngve Slyngstad al frente del Norges Bank Investment Management.

El modelo de Yale basa su estrategia en concentrar las inversiones en activos ilíquidos, como bienes inmuebles, infraestructuras o *private equity*. Diseñada por David Swensen, este modelo de inversión ha generado un retorno anual promedio de un 13,7 % para el *endowment* de Yale durante los últimos 20 años. Como consecuencia, el modelo de Yale, que guía también el estilo de inversión de los *endowments* de Harvard o Stanford, se ha consolidado en las últimas décadas como la principal estrategia de inversión entre los inversores institucionales.

Sin embargo, el modelo parece estar agotado o al menos no ha sabido sortear con éxito la crisis y las consecuencias de la misma. El *endowment* de Yale lleva cinco años consecutivos con retornos por debajo del S&P 500, y se está observando un cambio de paradigma. Los malos resultados que está registrando la industria de gestión de activos desde el comienzo de la crisis, ha llevado a muchos inversores a explorar nuevos modelos. Uno de los que más fuerza está cobrando, es el que se encuentra detrás del funcionamiento del Government Pension Fund Global. El *modelo noruego*, a diferencia del de Yale, está demostrando que se pueden obtener atractivos retornos, invirtiendo una buena parte de la cartera en *equity* (más del 60%) y con una exposición reducida a activos ilíquidos (hasta un 5% en real estate).

De la comparación realizada por Greycourt, se desprenden varias conclusiones que permiten afinar sobre las diferencias y similitudes entre ambos modelos. De hecho, no son tan dispares ya que comparten una serie de principios de inversión tales como:

(1) Los mercados son en su mayor parte eficientes (2) la diversificación es una de las mejores medidas para controlar el

⁵ Basado en el trabajo de Chambers, Dimson y Ilmanen “The Norway Model” <http://www.ijournals.com/doi/full/10.3905/ijpm.2012.38.2.067>

⁶ <http://www.greycourt.com/wp-content/uploads/2012/09/WhitePaperNo55-YaleVersusNorway.pdf>

5. Las inversiones en renta variable del GPF de Noruega: Un fondo soberano europeo para Europa

riesgo (3) la rentabilidad de las acciones es la principal fuente de rendimientos (4) el fondo debe ser administrado en base a un *benchmark* específico y (5) los gestores externos son importantes.

Sin embargo, el modelo noruego presenta una serie de diferencias con respecto al de Yale:

(1) Hace hincapié en la reducción del riesgo mediante la diversificación (2) tiene una exposición muy reducida o nula a las obligaciones de corto plazo (3) tiene una exposición mucho más reducida a activos ilíquidos tales como el *real estate* o inversiones madereras (4) realiza una asignación de activos rigurosa, que reduce significativamente el error de seguimiento de las inversiones y protege la estrategia de inversión (5) sigue criterios de inversión socialmente responsables (6) ejerce como “*activist shareholder*” para mejorar la gobernanza de sus empresas participadas (7) tiene una complejidad de gestión menor y unos costes significativamente más bajos (8) posee una estructura de gobierno diseñada para seguir una estrategia de inversión clara, que evita cambios improvisados en la misma (9) reduce los posibles problemas de principal-agente (entre el propietario y los gestores de activos) puesto que la valoración de los activos la realiza el mercado y es fácilmente identificable.

Además, como apuntamos en la segunda diferencia, la mayor parte de los fondos soberanos no tiene obligaciones definidas (pensiones) y por ende, no padecen los problemas de desajuste entre activos y pasivos que presenta el modelo de Yale. Por tanto, parece lógico que los fondos soberanos sigan el modelo noruego frente al de Yale. Es decir, que sigan el modelo diseñado por uno de sus iguales, que tampoco hace frente a obligaciones definidas y que cuenta con un horizonte de inversión de largo plazo.

Lógicamente, el modelo noruego, a pesar de estar detrás de la gestión del que está considerado como uno de los fondos soberanos más transparentes y con mejor gobernanza corporativa del mundo⁷, no es perfecto ni universal. No todos los inversores pueden adaptar los principios de inversión que sigue el fondo, porque entre otras cosas, no disponen del marco institucional y organizativo del fondo noruego (apoyo parlamentario o equipos de inversión propios). Tampoco pueden aplicarlo, sin alteraciones, aquellos gestores que deben hacer frente a obligaciones en el corto plazo de manera recurrente. Aún así, presenta una serie de ventajas con respecto al de Yale que podrían ser aprovechadas por inversores institucionales para mejorar y modernizar sus estrategias de inversión.

Gobernanza y gobierno corporativo

El fondo noruego es una referencia mundial en buen gobierno. Además de liderar el ranking de fondos soberanos por gestión de activos, el GPF es un referente del buen gobierno, tanto corporativo (en referencia a la gestora, NBIM) como en su relación con los demás *stakeholders*: parlamento, banco central, ministerio de finanzas y sociedad noruega.

Además, el GPF también es un referente en cuanto a transparencia. Ninguno de los demás fondos que encabezan el top-10 por volumen de activos tiene un nivel de transparencia semejante. Contrasta así con la opacidad de sus colegas de Medio Oriente o Sudeste Asiático. El fondo noruego muestra información pública, y actualizada instantáneamente, del valor de su cartera. Además, cada año revela en detalle su cartera, con el nombre de cada una de las empresas u organismos que reciben sus inversiones en renta fija y variable. También recientemente ha comenzado a desglosar el detalle de su actividad en el sector inmobiliario. En el caso de la renta variable, donde nos fijamos en este capítulo, cuenta con inversiones en el capital de 8.213 empresas de 74 países distintos. De cada una de ellas detalla el volumen de la participación, el porcentaje del capital que representa, así como el porcentaje de los derechos de voto que puede ejercer. El fondo se ha impuesto la regla de no superar el 10% del capital de ninguna de las compañías en las que invierte. A 31 de diciembre de 2013 las cinco compañías de las que el fondo tenía un mayor porcentaje del capital eran la irlandesa Smurfit Kappa Group (9,40%), la británica Great Portland Estates (8,86%), las finlandesas Stora Enso (8,16%) y UPM-Kymmene (7,76%) y la norteamericana BlackRock (7,08%).

Esta misma transparencia se extiende a las reglas que regulan las entradas y salidas del capital del fondo. Noruega es uno de los principales exportadores de petróleo (ocupa el séptimo lugar) y de gas natural (tercero detrás de Rusia y Canadá) del planeta. Por tanto, una regla clara de aportaciones al fondo es necesaria. Concretamente, desde 2001, la “regla de gasto” del fondo establece que sólo se podrá gastar en el presupuesto anual del gobierno un máximo del 4% del fondo.

Junto a esta transparencia y buen gobierno corporativo se solía argumentar que el fondo noruego es un ejemplo para el resto de fondos en cuanto a la no-injerencia de criterios políticos en las decisiones de inversión que toma el NBIM. Sin embargo, también el fondo noruego está expuesto a esta injerencia política.

En Octubre de 2008, los entonces miembros del *International Working Group of Sovereign Wealth Funds*, firmaron en Santiago de Chile una declaración de 24 Principios sobre aquellas prácticas que debían gobernar entre los fondos soberanos. Esta declaración sin carácter vinculante, que desde entonces se conoce como los “Principios de Santiago”, tenía una intención clara: alejar los temores que entonces albergaban muchos gobiernos sobre la posible inversión de fondos soberanos por motivos

⁷ Truman, E. M. (2011). *Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation?* Peterson Institute for International Economics.

políticos. El resultado, hasta la fecha, parece satisfactorio, como muestra el accionariado del aeropuerto de Heathrow (cuenta con tres fondos soberanos) o el papel decisivo de Qatar Holding en la adquisición de Xstrata por Glencore en 2012 (la quinta mayor adquisición de la historia en el sector de recursos naturales).

Sin embargo, esa misma declaración deja abierto el espacio a la discrecionalidad en aspectos muy relevantes. En concreto, el sub-Principio 19.1 afirma que “si las decisiones de inversión están sujetas a criterios distintos de los económicos y financieros, éstos deben estar claramente definidos en la política de inversión y deben ser puestos a conocimiento del público”. Cuando un fondo, por ejemplo Mubadala, decide servir como palanca financiera en el cambio de la base productiva de su país, no detalla qué actividades responden a un puro objetivo económico-financiero y cuáles sirven a un interés político que facilita (o entorpece en algunos casos) esta diversificación.

Con esto, no se pretende afirmar que el hecho de seguir objetivos que van más allá de los económico-financieros es algo necesariamente perverso. A veces los fondos pueden ser utilizados como herramientas de relaciones internacionales, por ejemplo, estableciendo alianzas con gobiernos de mayor influencia global, que permitan una mayor y mejor inserción en relaciones comerciales, de inversión, investigación...

Por tanto, es lógico el interés de la industria financiera, de los organismos multilaterales, de los países receptores o de los reguladores, por tratar de minimizar el efecto de estos otros objetivos de los fondos soberanos. Sin embargo, pretender aislar a entidades públicas, gobernadas en última instancia por políticos, del propio interés político, es algo realmente complicado. Más aún, será difícil de corregir en el ámbito de este nuevo “capitalismo de estado” en el que se han embarcado muchas de las economías emergentes, donde la conexión entre los gobiernos y los dirigentes de las compañías es tan imbricada: antiguos gobernantes que dirigen empresas estatales, antiguos directivos de empresas estatales que pasan a dirigir agencias públicas de inversión, etc.

En el caso noruego, el riesgo de injerencia política es limitado pero existente. Los procedimientos y *accountability* a los que se expone el fondo gestionado por NBIM, tanto al propio Ministerio de Finanzas como, en último término, al Parlamento, aseguran que las políticas de inversión no responden a motivos políticos de corto plazo. Además, en Noruega, el hecho de no invertir en ningún activo doméstico (acciones, deuda o real estate), reduce el incentivo de intervenir en determinadas industrias o empresas por un motivo político⁸.

⁸ Para más información sobre cómo afecta la injerencia política al rendimiento y a las decisiones de inversión de los fondos puede consultarse el trabajo de Bernstein, S., Lerner, J., & Schoar, A. (2013). The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. *Journal of Economic Perspectives*, 27(2), 219–238.

Sin embargo, en Noruega, la intervención o influencia no económico-financiera llega por la voluntad del fondo de convertirse en un referente global como “inversor responsable”. En el año 2002, el Parlamento creó un comité de expertos (*Graver Committee*) para implementar un mecanismo que permitiese una inversión responsable del fondo. Dos años después, quedan definidas las líneas de actuación del fondo en materia ética y se crea el Consejo de Ética. El Consejo, compuesto por 5 personas con perfiles variados (un abogado, un ingeniero agrónomo, un biólogo y dos economistas de diverso cariz), tiene por misión revisar todas las inversiones del GPFG y evaluar cuáles no son consistentes con la línea ética del fondo. Estas recomendaciones pasan al Ministerio de Finanzas, quien decide, en base a las recomendaciones recibidas, excluir o poner en observación esas inversiones.

Las recomendaciones del Comité han llevado a la exclusión de 21 compañías de la industria del tabaco. Además, aquellas que el Comité de Ética calificó como generadoras de daños medioambientales graves (como el caso de Rio Tinto en 2008), que han violado derechos humanos de manera grave o sistemática (Walmart es el caso más sonado, con su exclusión en mayo de 2006), o aquellas que fabrican armas nucleares (EADS, Boeing o Lockheed Martin), también han sido excluidas del universo de inversión del GPFG por el Ministerio de Finanzas.

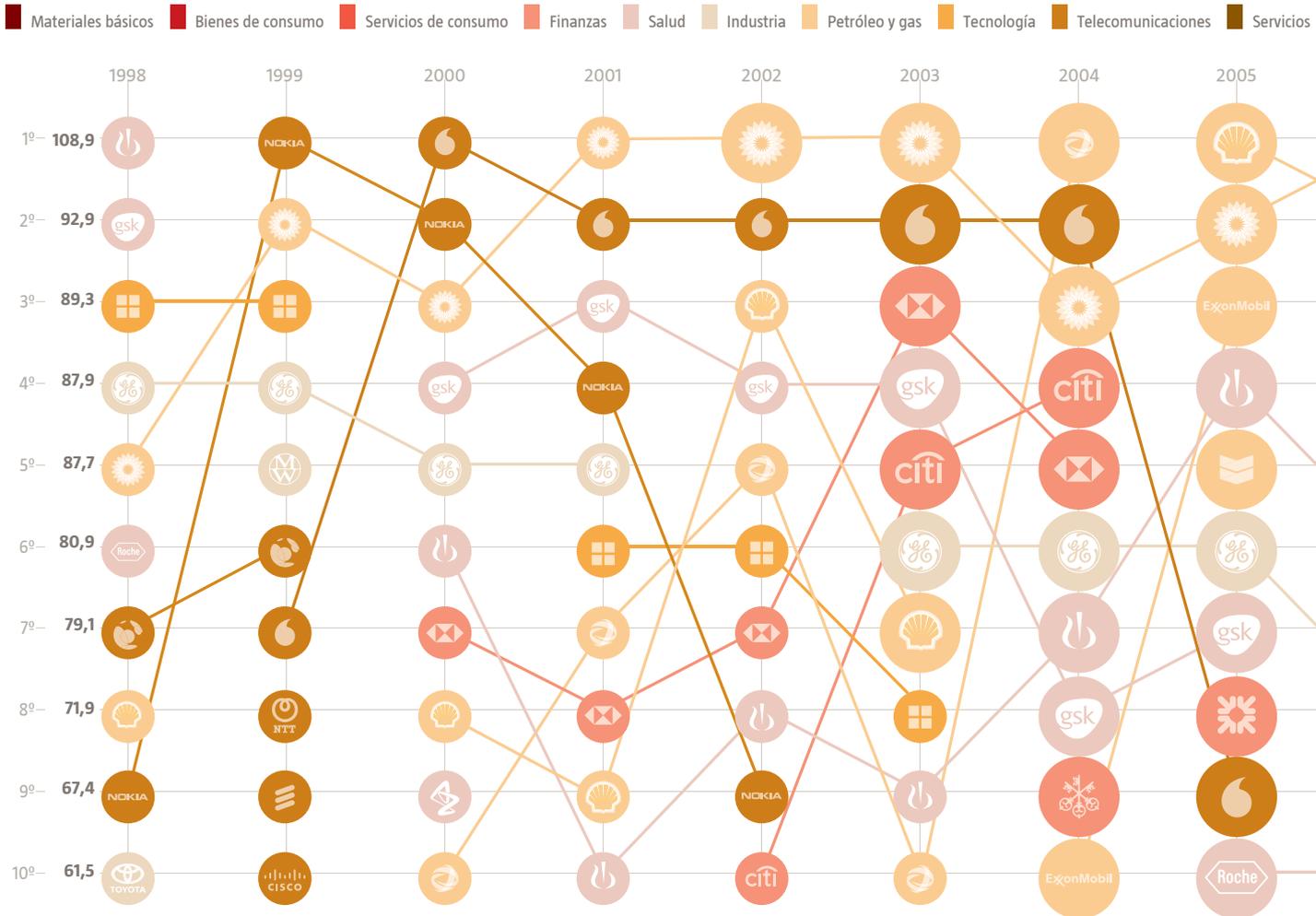
En este ámbito es donde el Comité y, en última instancia, el GPFG puede recibir, o haber recibido, una influencia política o de otro tipo, importante. De hecho, tras la llegada del nuevo gobierno, éste intentó disolver dicho Comité independiente y tratar de incorporarlo en el banco central (donde NBIM opera). Aunque no fue aprobado, por no recibir el apoyo mayoritario del parlamento, sí se ha llevado a cabo una reforma relevante. Las recomendaciones del Comité, que continuará funcionando de manera independiente, se trasladarán directamente al banco central y no pasarán por el Ministerio de Finanzas. El argumento principal que ha apoyado este cambio es el de evitar dar la imagen del fondo como un instrumento de política exterior de Noruega. Si se produce este cambio, alegando este motivo, resulta sencillo pensar que en algún momento en el pasado, el fondo ha sido utilizado como una herramienta de política exterior.

Por tanto, podemos concluir que, por lo menos, las decisiones de “inversión responsable” no se fundamentan necesariamente en razones estrictamente económicas o financieras. El caso del fondo noruego muestra que el “riesgo” de recibir una influencia no-económica en sus decisiones de inversión es real; ya sea para excluir compañías individuales o determinados sectores completos o bien para incluir mandatos en sectores de inversión “responsables”. Y todo ello en el contexto de un fondo que opera con políticas internas muy bien definidas y transparentes. Por tanto, a la vista del caso noruego, podemos concluir que la probabilidad de que un instrumento financiero público sea utilizado como una herramienta del país al servicio de otros objetivos —más o menos loables— es aún muy relevante.

5. Las inversiones en renta variable del GPF de Noruega: Un fondo soberano europeo para Europa

Infografía 4

GPF Top 10: Conquistando las compañías más grandes del mundo



Principales inversiones en compañías de mercados emergentes en 2013



Fuente: ESADEgeo (2014)

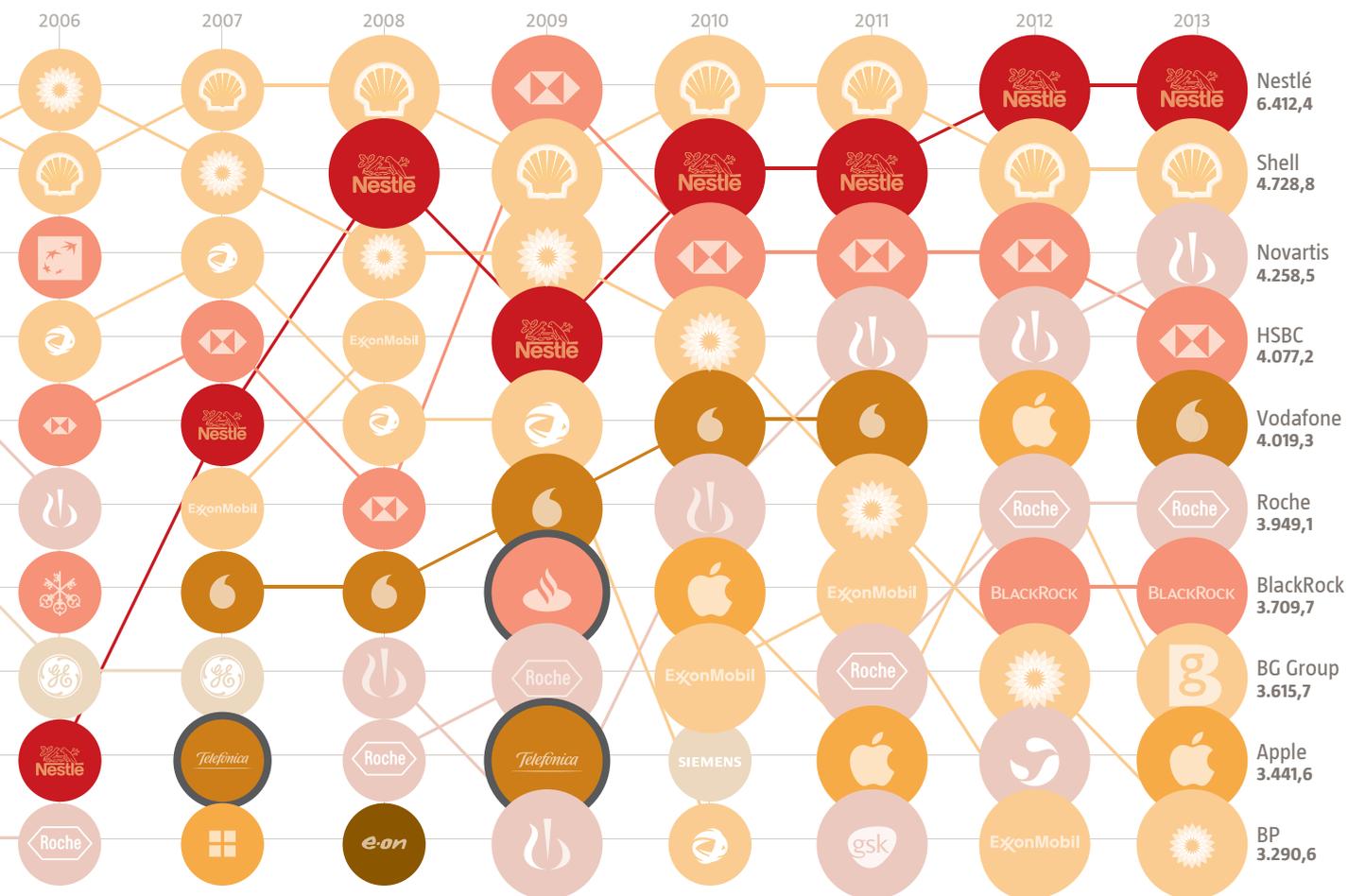
Holdings
(millones \$)

<500

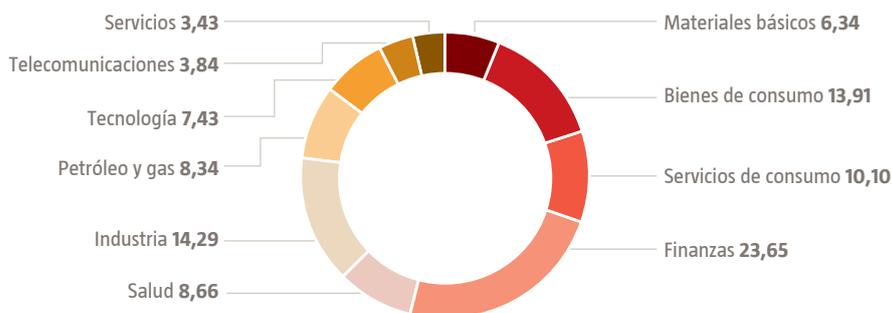
500-2.000

>2000

Compañía española



Volumen de las inversiones del GPF por sector en 2013



5. Las inversiones en renta variable del GPF de Noruega: Un fondo soberano europeo para Europa

Estrategia de inversión: inversor de largo plazo, el sesgo europeo y los gestores externos

El GPF se creó para facilitar al gobierno noruego un instrumento que le permitiera maniobrar en la política fiscal del país, cuando los precios del petróleo cayesen o la economía continental (la economía noruega descontando hidrocarburos) se contrajese.

Para preservar el mandato fundacional del fondo, el Ministerio de Finanzas fijó desde sus comienzos una estrategia de inversión nítida, con el objetivo de sacar provecho de su visión de largo plazo para generar una alta rentabilidad y salvaguardar la riqueza del país para las generaciones venideras.

La visión de largo plazo es la piedra angular sobre la que pivota la estrategia de inversión del fondo soberano noruego. El NBIM no tiene obligaciones a corto plazo. Identifica las oportunidades de inversión a largo plazo en los sectores y empresas específicas, invierte en activos que espera que generen un alto rendimiento en el tiempo y es capaz de soportar períodos de gran volatilidad en los mercados de capital. Aprovecha así, oportunidades que surgen cuando otros inversores se ven obligados a tomar decisiones a corto plazo.

La geografía de las inversiones del fondo: la preferencia de Europa

Otro de los elementos claves de la estrategia del fondo es la fijación de *benchmarks* para sus inversiones. Las inversiones del fondo se evalúan a partir de los índices de referencia para acciones, bonos y bienes inmuebles recopilados por FTSE Group, Barclays Capital e Investment Property Databank (IPD), respectivamente. En la actualidad el fondo mantiene el 60% de sus activos en renta variable, un 35% en renta fija y hasta un 5% en el sector inmobiliario. Todas las inversiones de GPF se realizan fuera de Noruega.

De acuerdo con el informe anual de NBIM (31 de diciembre de 2013), el fondo mide sus retornos relativos comparando los de su cartera contra el índice FTSE Global All Cap. El índice engloba 7.476 compañías de 47 países, e incluye grandes, medianas y pequeñas compañías por capitalización bursátil. Incluye mercados frontera como Pakistán, Marruecos o Filipinas (con una ponderación total de la cartera inferior al 1%).

Por su parte, el análisis de la cartera de NBIM al cierre de 2013, también nos permite valorar la distribución geográfica de las acciones. El fondo tenía acciones de 8.213 compañías distintas y 74 países (o territorios, como veremos).

De estas más de 8.000 compañías hemos filtrado las 10 empresas más importantes cada año desde su fundación en 1998 (Infografía 4). Pueden observarse varias tendencias. Primero, la desaparición de *telecos* punteras a comienzos de los 2000 (Nokia es el caso más claro, ya que llegó a liderar el ranking en 1999; pero junto a ella British Telecom, NTT, Ericsson o Cisco corrieron igual suerte). Segundo, el récord de permanencia de la inglesa BP, única compañía presente en el Top 10 desde el comienzo de actividad del fondo en 1998 (ahora en riesgo de “perder la categoría” en 2014). Tercero, la presencia de dos farmacéuticas durante casi todo el periodo (Roche y Novartis) muestra el “interés suizo” de GPF, ahora confirmado con la inversión en Nestlé, que lidera las inversiones desde hace dos años. Cuarto, sectorialmente, se pueden extraer numerosas conclusiones: quizá la más relevante sea la diversificación actual comparada con el 2008, cuando cuatro de las cinco primeras inversiones del GPF eran en gas o petróleo.

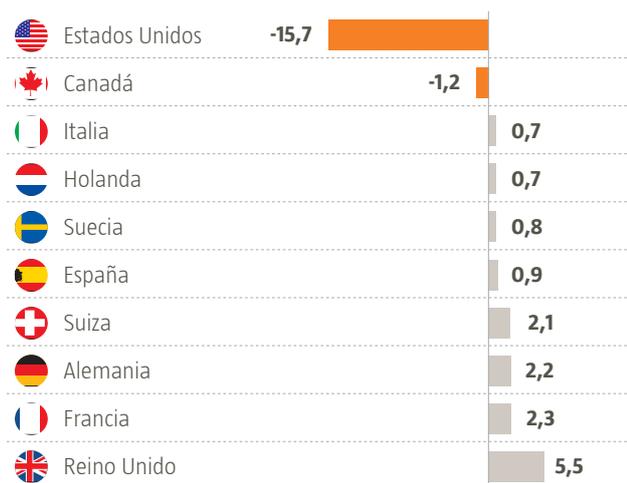
Si comparamos la distribución geográfica de FTSE y NBIM, encontramos diferencias muy significativas. La mayor parte de estas diferencias se explican por una decisión deliberada: NBIM otorga una ponderación geográfica distinta a la del índice FTSE Global All Cap. NBIM recibe el mandato de inversión elaborado por el Ministerio de Finanzas y lo aplica en su gestión del GPF. Concretamente, NBIM aplica una sobre-ponderación de 2,5 a las acciones europeas sobre el peso asignado por FTSE. Hace lo mismo con “otros mercados desarrollados” (1,5) y “mercados emergentes” (1,5). Sin embargo, mantiene intacta la ponderación de Estados Unidos y Canadá. Es decir, de acuerdo con FTSE, Europa debería pesar en la cartera un 23%. Sin embargo, aplicando la ponderación de NBIM, ésta debe representar en su cartera un 40%. El peso actual de Europa en la cartera es de 40,3%. De manera que en términos agregados, GPF mantiene su inversión europea sobre su *benchmark*. En el extremo opuesto, se encuentra Estados Unidos, que tiene un peso del 49% en FTSE, se reduce al 34% en la nueva ponderación y recibe un 29% de la inversión por parte de GPF.

En los gráficos siguientes podemos evaluar estas desviaciones. En primer lugar, comparamos los *benchmarks* de FTSE con los que se otorga NBIM. Observamos una compensación casi perfecta entre el mayor peso que obtiene Europa y la penalización de Estados Unidos. En concreto, Reino Unido, con una mejora del 5,52%, es el claro beneficiado en el índice ajustado que utiliza NBIM. En términos monetarios, el nuevo índice amplía la exposición a Reino Unido en más de 28.200 millones de dólares de acuerdo con el valor actual del fondo. También se benefician en este sentido, Francia, Alemania y Suiza. En el extremo contrario, Estados Unidos, que ve penalizado su *benchmark* en algo más del 15%, que en términos monetarios supera los 79.500 millones de dólares. En términos de *benchmark*, el sesgo europeo, por tanto, es patente.

Gráfico 1

Gap entre el benchmark FTSE y el benchmark NBIM para los países seleccionados

En porcentaje



Fuente: Elaboración propia con datos de FTSE y NBIM (2014).

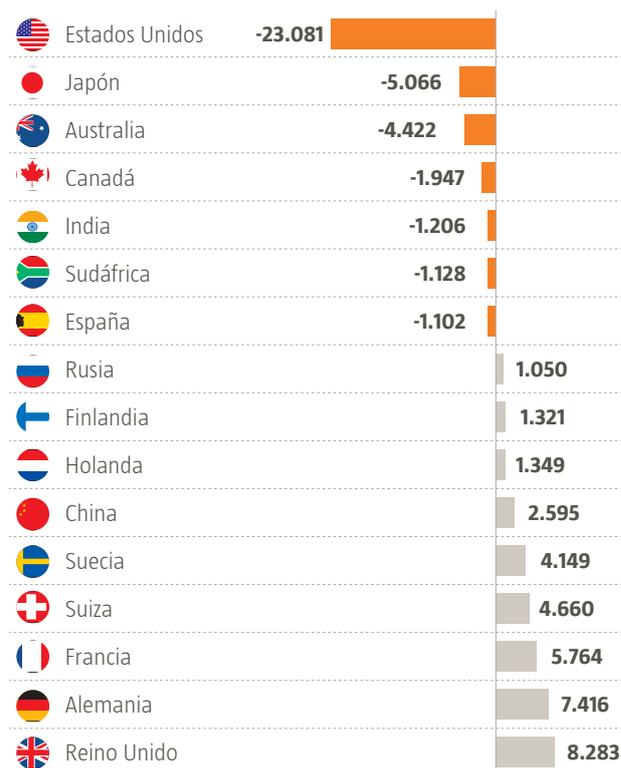
Además, podemos evaluar cuál es la posición real del fondo en comparación con el *benchmark* ajustado (Gráfico 2). Es decir, podemos mirar cuáles son los países que reciben cantidades mayores o inferiores a las determinadas por el *benchmark* ajustado. En este sentido, Estados Unidos aparece penalizado de nuevo. El *gap* o desajuste entre el *benchmark* y la cantidad desembolsada en el país es de 23.000 millones de dólares. Japón y Australia (5.000 y 4.400 millones, respectivamente), son los otros dos países afectados por este hecho. Además, cabe destacar dos países europeos que reciben inversiones inferiores a las previstas en 2013. Se trata de España, que tiene un *gap* negativo de 1.100 millones, y de Dinamarca, con 544 millones. En el otro extremo, Reino Unido (8.300), Alemania (7.400), Francia (5.700), Suiza (4.700) y Suecia (4.100), reciben en "exceso" en 2013. Destacan por este lado las inversiones en dos países emergentes, China y Rusia, que reciben en "exceso" por valor de 2.600 y 1.050 millones de dólares, respectivamente.

Se trata, por tanto, de una apuesta deliberada por la inversión en Europa. Un sesgo doméstico (regional) que se observa también en otros inversores institucionales. Una búsqueda de diversificación "ajustada" que "premia", en términos de ponderación de la cartera, a los mercados más próximos, cultural y sobre todo, geográficamente, y que "castiga" a los mercados más distantes: en concreto, Estados Unidos. Además, esta ponderación, como hemos visto, se amplía con la inversión realizada. De manera general, los países con mayor ventaja de *benchmark*, *ex ante*, son también los que reciben una inversión superior a su *benchmark*, *ex post*.

Gráfico 2

Gap entre el benchmark ajustado de NBIM y la inversión recibida

Millones de euros



Fuente: Elaboración propia con datos de FTSE y NBIM (2014).

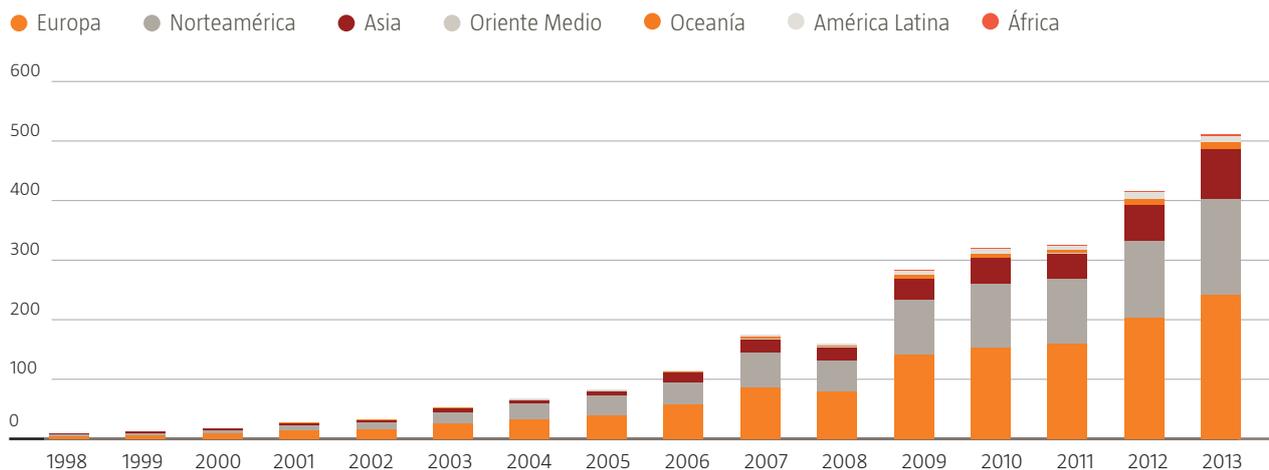
Adicionalmente, el mapa de la distribución geográfica de la cartera de acciones de NBIM muestra otros hechos de interés. Es llamativa la presencia de inversiones del fondo en compañías cuyos domicilios fiscales se encuentran en "paraísos fiscales": Islas Caimán (0,2%) cuenta con más inversión de Noruega que Grecia o Colombia; Bermudas (0,06%) cuenta con una porcentaje de la cartera superior a Emiratos Árabes Unidos o Nueva Zelanda; otros paraísos, con presencia inferior al 0,05% de la cartera del fondo, son Guernsey, Jersey o las Islas Vírgenes Británicas. A la vista del interés del fondo por convertirse en un referente de "inversión responsable", no parece claro el encaje de ese objetivo con las posiciones del fondo en estos paraísos fiscales. Parece razonable pensar que se retirará de posiciones de estos territorios tal como se ha observado en sectores sensibles como el tabaco, las armas nucleares o el aceite de palma.

5. Las inversiones en renta variable del GPF de Noruega: Un fondo soberano europeo para Europa

Gráfico 3

Distribución de la cartera por continentes

Miles de millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con datos de informes anuales de NBIM (2014).

Gestores externos

El GPF utiliza gestores externos para administrar una parte de las inversiones en renta fija y renta variable del fondo. El fondo otorga mandatos de inversión a entidades con experiencia y un *track record* positivo en áreas claramente definidas y para las que no son convenientes desarrollar competencias y equipos internos. Con ellos, el fondo busca que los gestores batan a los mercados en lo que operan y obtengan un diferencial de rentabilidad para el fondo. Los mandatos suelen cubrir las inversiones en los mercados emergentes y en empresas de pequeña capitalización bursátil en los mercados desarrollados.

A finales de 2013 el fondo tenía 31.000 millones de dólares (un 3,8% de su capital, comparado con el 2,9% del año anterior) en manos de gestores externos. Un 30% más que a principios del año. Hasta la fecha, el fondo ha concedido un total de 70 mandatos de inversión a 59 entidades. De los 70 mandatos asignados, 50 han sido para administrar inversiones en renta variable en mercados emergentes y mercados frontera, 13 para inversiones en renta variable en empresas de pequeña capitalización bursátil en mercados desarrollados, 5 para inversiones relacionadas con el medio ambiente y 2 para renta fija de mercados emergentes.

Análisis histórico: inversiones del GPF en equity desde 1998 hasta 2013

El GPF presenta un sesgo europeo en 2013, tal como hemos analizado anteriormente. Este sesgo no es nuevo: la historia de inversión del fondo noruego contiene un sesgo permanente a favor de las empresas europeas. A día de hoy, el Fondo posee el 2,5% de todas las acciones cotizadas en Europa.

En el Gráfico 3 se muestra la evolución de la cartera de renta variable de GPF desde su creación hasta el cierre del año pasado. Se trata de una historia relativamente estable, con un dominio histórico de Europa, acompañado de Estados Unidos y Asia y en menor medida Oceanía. En 2001, incorpora a América Latina (Brasil y México) y en 2004: África (Sudáfrica) y Oriente Próximo (Israel domina las inversiones en la región con incorporaciones posteriores de Emiratos Árabes Unidos o Catar).

Un análisis más fino de la evolución europea lo encontramos en el Gráfico 4. Dominado por Reino Unido desde el comienzo, la cartera europea presenta algunas peculiaridades: entre otras, el mayor peso histórico de Francia sobre Alemania: aunque en 2013 cae hasta el cuarto lugar por debajo de Suiza. Además, el sesgo doméstico lleva a Suecia hasta el séptimo puesto por inversión acumulada (stock). Perjudicada, en el grupo europeo, queda Italia, con una octava posición que contradice el peso del PIB italiano en la economía europea: muy superior al de Suiza, Holanda y Suecia, que preceden a Italia en el ranking.

Fondos soberanos 2014

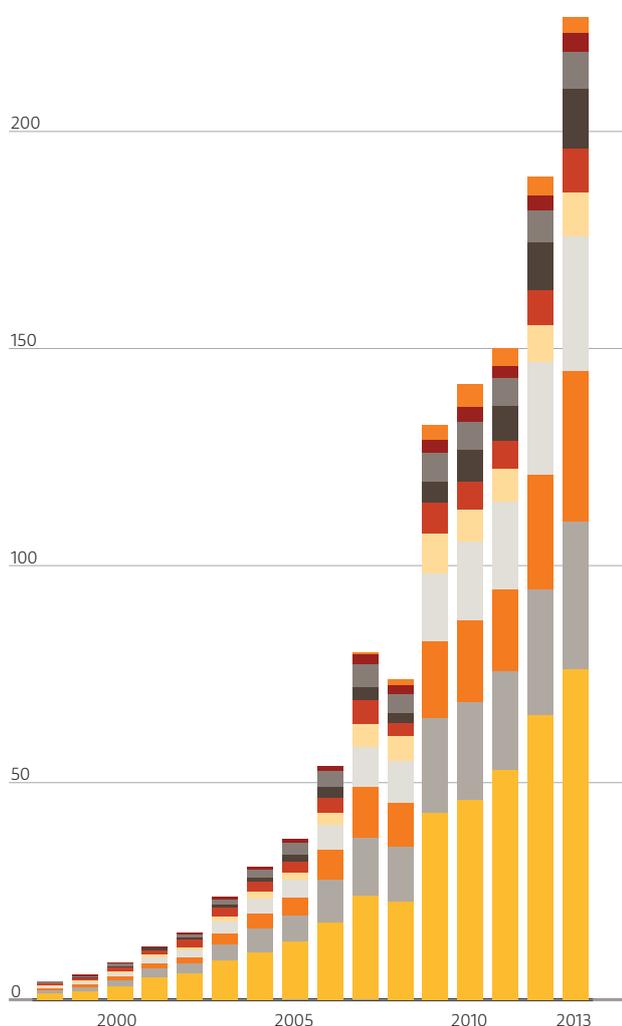
Las inversiones en renta variable del GPF de Noruega: Un fondo soberano europeo para Europa

Gráfico 4

Evolución del top-10 de inversiones en Europa

Miles de millones de dólares

● R. Unido ● Alemania ● Francia ● Suiza ● Suecia
 ● España ● Holanda ● Italia ● Finlandia ● Rusia



Fuente: Elaboración propia con datos de informes anuales de NBIM (2014).

Hemos querido conocer la exposición del fondo noruego a los BRICS (Gráfico 5). En este caso, como ya se ha dicho, tanto Brasil como

Sudáfrica son países referentes en sus respectivas regiones: sirvieron de puerta de entrada en sus continentes y siguen liderando la inversión del fondo. En el caso de empresas sudafricanas, por ejemplo, Naspers recibe más inversión que Alcatel-Lucent (Francia), Aviva (Reino Unido) o Commerzbank (Alemania); lo mismo ocurre con MTN Group que mantiene inversiones por encima de Vestas (Dinamarca), EDP (Portugal) o Fiat (Italia). En el caso de Brasil, gigantes como Petrobras, Vale o Itaú, también adelantan en inversión a muchas compañías europeas y norteamericanas.

En el caso de Rusia, ya analizado en Europa, la banca (VTB Bank y Sberbank) y las materias primas (Gazprom, Lukoil y Surgutneftegas) son destino prioritario de los gestores del GPGF. En cualquier caso, será interesante observar si se produce alguna reacción tras el conflicto ucraniano y si las sucesivas sanciones y embargos entre Rusia y el resto del mundo tienen alguna repercusión sobre la selección de la cartera del fondo noruego en 2014.

En Asia, India y China (continental) entran en el universo de inversiones del fondo en 2005. Años después de Japón, Hong Kong y Corea del Sur. Sin embargo, el crecimiento de China es muy superior al de India. En 2005, reciben inversión 45 empresas chinas, en 2007 son 116 y en 2009, 941 empresas. En 2011, GPGF invertía casi en tantas empresas chinas como japonesas. Lideran las inversiones, la aseguradora China Pacific Insurance Group, los grandes bancos públicos ICBC y CCB y los telecom China Mobile y China Unicom. India, por su parte, no muestra ningún *boom* reseñable, mantiene un número de inversiones estable, alrededor de 200 compañías distintas, y un volumen cercano a los 2.500 millones de dólares, muy concentrado en Infosys, Bharti Airtel, en los grupos financieros Axis Bank, ICICI y Housing Development Finance Corporation y en materias primas como Reliance Industries.

GPGF redobla su apuesta por las empresas españolas

Desde que el Ministerio de Finanzas noruego redefinió la estrategia de inversión del fondo en 1997, permitiéndole destinar un 40% de sus activos a inversiones en renta variable, España y sus empresas han sido uno de los principales destinos de las inversiones del fondo en Europa.

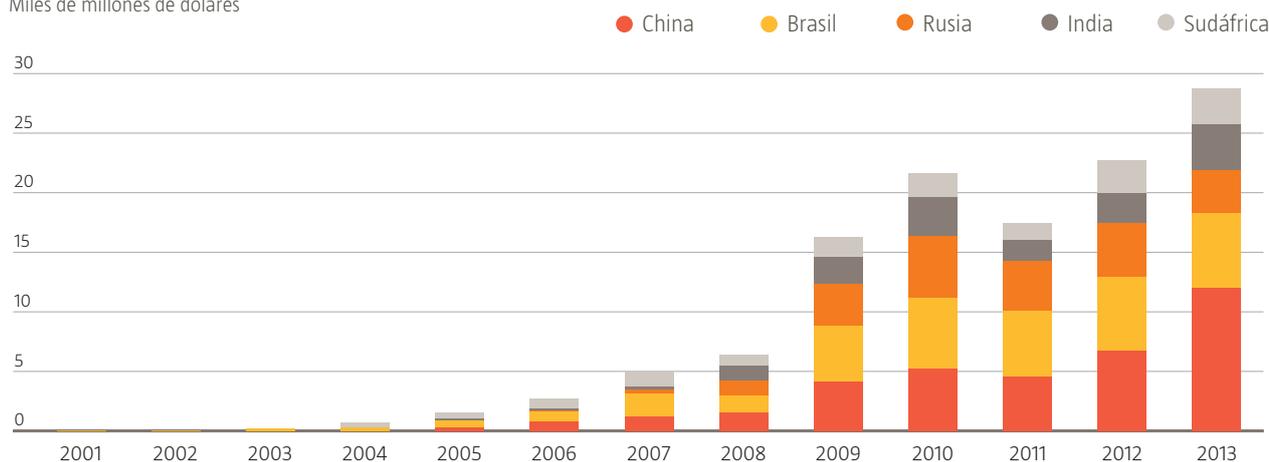
A diferencia de nuestros principales vecinos europeos, la entrada del fondo noruego en las compañías españolas, fue tímida, con una inversión que apenas superaba los 200 millones de dólares (repartidos entre 34 empresas) en 1998. Para desembarcar, el fondo apostó por multinacionales consolidadas en España y con una fuerte presencia en América Latina. Fundamentalmente por entidades financieras, como el BBVA o el Banco Santander, y empresas energéticas, como Endesa o Gas Natural. De la primera hornada de inversiones en empresas españolas, cabe destacar la apuesta por Telefónica, donde hizo una inversión inicial de casi 38 millones de dólares, o el BBVA y Endesa, donde invirtió más de 22 millones de dólares, en cada una.

5. Las inversiones en renta variable del GPF de Noruega: Un fondo soberano europeo para Europa

Gráfico 5

Inversión del GPF de Noruega en los BRICS

Miles de millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con datos de NBIM (2014).

Durante la primera etapa de la década de los 2000, la apuesta por España y sus empresas fue *in crescendo*, hasta rebasar en el año 2003 los 1.100 millones de dólares. Para ese año, las apuestas del fondo continuaban encabezadas por Telefónica y seguían siendo entidades financieras y empresas energéticas las que acaparaban las principales inversiones. No obstante, entre éstas comenzaron a asomarse compañías procedentes de otros sectores, como Altadis (resultado de la fusión de Tabacalera y la francesa Seita en 1999) con una inversión cercana a los 106 millones de dólares, Inditex y constructoras como ACS, inversiones cercanas a los 50 millones de dólares.

En los albores de la crisis financiera, el fondo mantiene su confianza en las compañías españolas y en 2008 la inversión en éstas, 5.632 millones de dólares repartidos entre 83 empresas, supera por primera vez la inversión en compañías italianas, convirtiéndose en el quinto destino de las inversiones del fondo en Europa. En 2009, el stock de inversión del fondo en compañías españolas alcanza un nuevo record, al superar los 9.200 millones de dólares, situándose como el segundo en importancia tras el alcanzado el año pasado, con 9.990 millones de dólares. Durante los años 2010 y 2011 el fondo redujo su exposición a la renta variable española de manera considerable, bajando su stock por debajo de los 7.500 millones de dólares. Además, en el año 2011 el fondo concedió un mandato de inversión a la firma española Bestinver Gestión. Con este mandato, NBIM no sólo otorgó a Bestinver la gestión de una buena parte de su cartera en España, sino que también le encargó la supervisión de las inversiones del fondo, en empresas españolas cotizadas de mediana capitalización.

En 2012, el fondo recuperó el apetito por la renta variable española y volvió a rebasar los 8.000 millones de dólares de inversión de la mano del Banco Santander, Telefónica y el BBVA, todas ellas con inversiones por encima de los 1.000 millones de dólares. También fueron significativas las inversiones en compañías intensivas en I+D+i como Amadeus, con más 173 millones de dólares de inversión, o Grifols, con 140 millones de dólares. Lo que denota el interés del fondo noruego por invertir más allá de los sospechosos habituales: financiero, construcción y energético.

En 2013, GPF de Noruega aumentó su inversión en renta variable española un 20,1%, al pasar de 8.321 millones de dólares en 2012 a 9.990 millones de dólares en 2013. En total, a finales del 2013, el fondo noruego tenía inversiones en 73 cotizadas españolas frente a las 69 del año 2012.

Dentro del IBEX 35 (ver tabla abajo en euros) las principales inversiones se siguen concentrando en el Banco Santander (1.245 millones de euros), Telefónica (952 millones de euros) y BBVA (840 millones de euros). Aunque de las tres, el fondo solo elevó su participación con respecto al 2012 en el BBVA, que lo hizo un 0,8%. A estas tres multinacionales, le siguen otras como Inditex (651 millones de euros), Iberdrola (471 millones de euros) o Repsol (272 millones de euros). En las tres aumentó su inversión con respecto a 2012.

Tabla 1

Las principales inversiones españolas del GPFG

TOP 20	Empresa	2013	2012	2013/2012
1	Santander	1.245	1.389	-10,4%
2	Telefónica	952	990	-3,8%
3	BBVA	840	833	0,8%
4	Inditex	651	600	8,5%
5	Iberdrola	471	447	5,4%
6	Repsol	292	240	21,7%
7	Ferrovial	222	181	22,7%
8	Amadeus	172	131	31,3%
9	Gas Natural	160	123	30,1%
10	Grifols	127	106	19,8%
11	Banco de Sabadell	109	90	21,1%
12	IAG	100	-	-
13	Abertis	98	93	5,4%
14	CaixaBank	97	38	155,3%
15	Banco Popular	95	53	79,2%
16	Mapfre	93	46	102,2%
17	ACS	87	77	13%
18	DIA	76	70	8,6%
19	Bankinter	67	24	179%
20	Gamesa	65	2	3150%
	Total*	6.019	5.533	8,7%

Fuente: Elaboración propia con datos de NBIM a 31 de diciembre 2013. * Millones de euros.

* Millones de euros.

Como comentado, GPFG tiene participaciones importantes más allá de las empresas habituales del IBEX 35. Por ejemplo, apostó fuertemente por Gamesa, uno de los valores que mejor se ha comportado en lo que va de 2014, incrementando su inversión un 3.150% hasta alcanzar el 2,58% de la compañía: lo cual representa el porcentaje mayor en el Top 20 por delante de Ferrovial o DIA (en ambas controla el 1,92%) y Telefónica (1,73%).

También por entidades financieras como Bankinter o CaixaBank, donde alcanzó los 67 y los 97 millones de euros de inversión, respectivamente, y por Mapfre, muy presente en Latinoamérica, que ha visto incrementada su inversión en un 102,2% con respecto a 2012. Además, el fondo también entró en el grupo resultante de la fusión de Iberia y British Airways, IAG, donde volcó 100 millones de euros.



Paul Rose

Director Ejecutivo de Derecho, Finanzas y Gobernanza @ Ohio State
Professor of Law, Ohio State University – Moritz College of Law

El sueño norteamericano: Fondos públicos estadounidenses y canadienses

6 El sueño norteamericano: Fondos públicos estadounidenses y canadienses

Introducción

El 8 de marzo de 2014, el legislativo de Virginia Occidental aprobó la creación de un "Future Fund", el último de una serie de fondos soberanos norteamericanos creados en las últimas décadas. Siguiendo un modelo utilizado por otros estados y provincias, en virtud de la legislación de Virginia Occidental, el 3 % de todos los fondos recibidos de los impuestos de explotación del carbón, petróleo, gas natural, minerales y madera se desviarán a un fondo fiduciario permanente¹. Con toda certeza, el fondo de Virginia Occidental no será el último fondo soberano en establecerse: estimaciones recientes de la Energy Information Administration de EE.UU. estiman la cantidad de petróleo de esquisto técnicamente recuperable en los Estados Unidos en 48.000 millones de barriles, y de gas de esquisto técnicamente recuperable en 1.161 millones de billones de pies cúbicos, en depósitos de Nueva York a California. Canadá, por su parte, tiene depósitos de petróleo de esquisto técnicamente recuperable de 9.000 millones de barriles, y de gas de esquisto técnicamente recuperable en 573 billones de pies cúbicos². Al utilizar los ingresos provenientes de algunas de las mismas reservas de recursos naturales que disfrutaban sus vecinos estadounidenses, las provincias canadienses de Saskatchewan y Northwest Territories se están preparando para lanzar sus propios fondos soberanos.

Mientras tanto, algunas de las innovaciones recientes más importantes en la gestión de inversiones de los fondos públicos se están desarrollando al norte de la frontera. Grandes fondos y gestores canadienses, incluidos el Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB), el Ontario Teachers' Pension Plan (OTTP), el PSP Investments y el Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS), están desarrollando sólidas capacidades internas y están invirtiendo directamente en *private equity*, infraestructuras y operaciones inmobiliarias. Este estilo de inversión no solo ahorra miles de millones en honorarios para gestores externos de activos, sino que también los fondos son capaces de aprovechar sus ventajas como inversores de largo plazo frente a otros grandes inversores, ejercer más control sobre sus inversiones y cosechar mayores rentabilidades. El OTTP, por ejemplo, reportó los mayores rendimientos a 10 años entre sus homólogos globales para los años 2010, 2011 y 2012.

Las estructuras de gobernanza y las políticas de inversión con las que trabajan los fondos públicos norteamericanos varían de Estado a Estado y de provincia a provincia. Con respecto a la estructura y los pagos, algunas jurisdicciones conservan los principales fondos en una cuenta central y utilizan los intereses generados para

complementar el presupuesto estatal. Otros crean fondos separados para programas sociales y económicos específicos. Alaska, en un modelo innovador acorde a su imagen de un Estado fronterizo, distribuye los ingresos generados por su fondo soberano directamente entre los residentes de Alaska. Con respecto a las políticas de inversión, algunos fondos tienen limitaciones en los tipos de activos en los que pueden invertir, de conformidad con la metodología denominada *legal list*, que ha caracterizado la inversión de los fondos de pensiones públicos durante décadas. Otros, simplemente requieren estándares de "persona prudente" sin que se requiera o prohíba la inversión específica o el establecimiento de objetivos determinados de asignación de activos, permitiendo así que los fondos operen en la vanguardia de las políticas y las prácticas de inversión más innovadoras.

Este artículo discutirá brevemente algunas de las innovaciones desarrolladas por los fondos públicos norteamericanos, con un enfoque particular en sus políticas de distribución, gobernanza y decisiones de inversión. Esta es una historia cuya gestación ha llevado décadas. Aunque la creación de nuevos fondos, como el Future Fund de West Virginia y el Legacy Fund de North Dakota han recibido una atención popular significativa en los últimos años, han existido muchos fondos norteamericanos durante décadas, y la historia legislativa de algunos fondos se remonta a 1785 (dos años antes de la adopción de la Constitución de los EE.UU.). Además, con la importante riqueza constituida por petróleo, gas natural y minerales que queda por explotar en los Estados Unidos y Canadá, los fondos de West Virginia, Northwest Territories y Saskatchewan serán tan solo los más recientes de una ola continua de fondos públicos norteamericanos que está por llegar.

Una breve historia de los fondos públicos norteamericanos

Los fondos soberanos creados recientemente como el Generations Fund de Quebec, el Legacy Fund y Future Fund, así como los fondos que ya tienen unas cuantas décadas, como el Alaska Permanent Fund y el Alberta Heritage Fund, por lo general disponen de una fuente común de financiación: un porcentaje de los impuestos de explotación pagados por la extracción de recursos naturales³. Sin embargo, tal y como se describe en esta sección, muchos de estos fondos no son el resultado de la riqueza del petróleo recién descubierto. De hecho, los fondos soberanos norteamericanos más antiguos remontan sus orígenes a los primeros días de los propios Estados Unidos.

¹ Con arreglo a lo dispuesto en el proyecto de ley del Senado 461, el Fondo para el Futuro sólo recibirá su 3% cuando el fondo "Rainy Day" de Virginia Occidental sea igual a por lo menos el 13,5% de los ingresos generales. El Estado tampoco podrá recurrir al fondo hasta 2019. S. B. 461 (W. Va. 2014).

² U. S. Energy Information Administration, *Technically Recoverable Shale Oil and Shale Gas Resources: An Assessment of 137 Shale Formations in 41 Countries Outside the United States* (June 2013), disponible en: <http://www.eia.gov/analysis/studies/worldshalegas/pdf/fullreport.pdf>.

³ La financiación de Quebec es más diversa que otros fondos, sin embargo, ya que incluye "los ingresos resultantes de la indexación del precio de la electricidad del patrimonio a partir de 2014; todos los 'royalties' mineros a partir de 2015-2016; los ingresos de 215 millones de dólares anuales, a partir de 2017-2018, derivados del aumento de las ganancias netas de Hydro-Québec, producto del cierre de la central nuclear de Gentilly-2; a partir de 2014-2015, 100 millones de dólares anuales provenientes del incremento en el impuesto específico sobre bebidas alcohólicas." Québec, 2013 Economic and Financial Profile of Québec 19 (2013), disponible en: http://www.finances.gouv.qc.ca/documents/Autres/en/AUTEN_profile2013.pdf.

Tabla 1

Fondos fiduciarios escolares permanentes

Fondo	Principales fuentes de ingresos	AUM (millones de USD)	Lanzamiento
The Texas Permanent School Fund	Petróleo y gas	30.600	1854
The Texas Permanent University Fund	Petróleo y gas	15.300	1876
New Mexico Land Grant Permanent Fund	Petróleo y gas	5.932	1912
Wyoming Permanent Land Funds	Petróleo, gas, carbón y minerales	2.696	1890
The Oklahoma Permanent Funds	Inversiones y petróleo y gas	2.000	1906
Utah Permanent State School & Institutional Trust Funds	Petróleo y gas	1.600	1896
The Oregon Common School Funds	Inversiones	1.200	1859
Minnesota Permanent School Fund	Arrendamiento mineral	1.000	1849

Fuente: Sitios web de los fondos.

Fondos fiduciarios escolares permanentes

La historia de los fondos soberanos norteamericanos se inicia con la Ley de Ordenación del Territorio de 1785 y la Ley de Ordenanza del Noroeste de 1787. El Congreso pretendía que estos dos actos legislativos proporcionaran un mecanismo de financiación para los territorios estadounidenses, que apoyarían los sistemas de educación pública y otros servicios gubernamentales vitales. En efecto, las leyes tenían un objetivo político fundamental: algunos miembros del Congreso Continental temían que como consecuencia de la expansión de los asentamientos en los nuevos territorios bajo control federal, la especulación del suelo se produciría rápidamente, los recursos naturales se agotarían y lo más preocupante, que “la frágil nueva Unión podría romperse si los asentamientos decidieran separarse o establecer gobiernos no democráticos”⁴.

A través de la Ley de Ordenamiento Territorial, el lote n.º 16 de cada municipio -ubicado físicamente en el centro de cada municipio- se reservó para el mantenimiento de las escuelas públicas dentro de cada municipio, proporcionando de esta manera el mecanismo de financiación fundamental para las escuelas públicas del estado. La Ordenanza del Noroeste de 1787 proporcionó a continuación mecanismos más formales, mediante los cuales los Estados podrían solicitar la condición de Estado. Ésta se alcanzaría mediante la aprobación de una Ley habilitante para cada uno de ellos, la cual establecería la concesión de suelo específico. La estructura típica implicó una concesión de tierras en beneficio de las escuelas del Estado.

Durante estos primeros años, cuando se crearon muchos Estados y se sumaron a la Unión, ningún Estado acumuló la renta de las tierras en un fondo fiduciario permanente. Muchos Estados vendieron la tierra y de inmediato utilizaron el dinero en beneficio de las escuelas locales. No fue sino hasta 1835 cuando el primer fondo permanente fue creado por el territorio de Michigan, coincidiendo con su entrada en la Unión en 1837. Otros Estados siguieron el modelo de Michigan, aunque no fue hasta la Ley de Autorización de Colorado de 1875 cuando el Congreso de EE.UU. determinó específicamente restricciones sobre la venta de las tierras reservadas para las escuelas públicas; es decir, que las ventas de este tipo de tierras constituirían un “fondo escolar permanente.”

Muchas de las tierras originales de la concesión se han vendido, ya que la mayoría de los Estados consideraron que las necesidades apremiantes de los nacientes sistemas educativos requerían de una financiación considerable e inmediata a través de las ventas, en lugar del goteo de financiación obtenido a través del arrendamiento de las tierras en fideicomiso. En Oregón, por ejemplo, el Estado se dedicó a la liquidación sistemática de las tierras fiduciarias estatales “con arreglo a la teoría de que una vez que esta propiedad estuviera en manos privadas, las tierras generarían más ingresos para el Estado en impuestos a la propiedad de lo que generarían siendo de propiedad pública”⁵. La mayoría de los Estados formados antes de 1850 han vendido la mayor parte de sus tenencias. California, por ejemplo, conserva solo aproximadamente el 10 % de su concesión original. Unos cuantos estados, sin embargo, poseen la mayoría de sus tierras de concesión, incluidos Nevada (87 %) y Arizona (75 %). Para aquellos estados con tierras fiduciarias importantes, los

⁴ CTR. ON EDUC. POLICY, PUBLIC SCHOOLS AND THE ORIGINAL FEDERAL LAND GRANT PROGRAM: A Background Paper from the Center on Education Policy 5 (2011), disponible en: http://www.cep-dc.org/cfcontent_file.cfm?Attachment=Usher_Paper_FederalLandGrants_041311.pdf.

⁵ PETER W. CULP ET AL., LINCOLN INST. OF LAND POLICY & SONORAN INST. JOINT VENTURE ON STATE LAND TRUSTS, TRUST LANDS IN THE AMERICAN WEST: A Legal Overview and Policy Assessment (2005), disponible en: <https://www.lincolninst.edu/subcenters/managing-state-trust-lands/publications/trustlands-report.pdf>.

6 El sueño norteamericano: Fondos públicos estadounidenses y canadienses

ingresos generados por las tierras pueden proporcionar una porción significativa de su presupuesto general. A modo de ejemplo, en Nuevo México, los fondos estatales constituyen aproximadamente el 67% de los ingresos para las escuelas públicas y las tierras en fideicomiso proporcionan aproximadamente el 14% de esta financiación. Aunque hay muchos fondos de concesión de tierras estatales en funcionamiento, solo los fondos de la Tabla 1 tienen activos bajo gestión por valor de 1.000 millones de dólares o más.

Fondos del impuesto sobre la utilización de recursos naturales

En 1973, Nuevo México fue el primer Estado en utilizar los ingresos derivados de la explotación de recursos naturales para establecer un fondo permanente. Otros Estados siguieron su ejemplo. Conforme los Estados creaban estos fondos, uno de los argumentos principales para la creación de los fondos no solo era (o tal vez incluso de manera predominante) generar ingresos, sino más bien compensar los costes

asociados a la extracción de los recursos, tales como daños a los sistemas de agua, a la calidad del aire o la pérdida de las tierras de cultivo o hábitats naturales. No todos los estados con abundantes recursos naturales han utilizado los impuestos sobre su explotación para crear fondos permanentes. Muchos extractores de recursos y otros beneficiarios de los recursos han sostenido que los impuestos sobre la explotación no son más que una forma de extraer rentas por parte de los políticos de los Estados ricos en recursos. A pesar de estas quejas, no obstante, muchos de los fondos que se nutren a partir de los impuestos sobre la explotación de los recursos naturales llevan, o se aproximan, 40 años en funcionamiento, y forman una parte importante de los sistemas presupuestarios de muchos Estados. Los fondos que se nutren de los impuestos derivados de la explotación de los recursos naturales más grandes se muestran en la Tabla 2. Con la excepción del Alaska Permanent Fund, la mayoría de los fondos que se alimentan de la explotación de los recursos naturales son relativamente pequeños.

Tabla 2

Fondos soberanos estadounidenses

Fondo	Principales fuentes de ingresos	AUM (millones de USD) ⁶	Lanzamiento
The Alaska Permanent Fund	Petróleo	46.800	1976
Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	Petróleo y gas	5.889	1974
The North Dakota Legacy Fund (Trust Lands Permanent Fund)	Petróleo y gas	2.600	2011
The Alabama Trust Fund	Petróleo y gas	2.500	1985
New Mexico Severance Tax Permanent Fund	Petróleo y gas	2.194	1973

Fuente: Sitios web de los fondos.

Tabla 3

Fondos soberanos canadienses

Fondo	Principales fuentes de ingresos	AUM (millones de USD)	Lanzamiento
The Generations Fund	Regalías mineras	4.700	2006
Alberta Heritage Savings Trust Fund	Petróleo	15.170	1976

Fuente: Sitios web de los fondos.

⁶ En cada caso, este artículo hace uso de los datos más recientes disponibles sobre el tamaño de la gestión de activos procedentes de informes anuales o comunicados de prensa de los fondos.

Fondos públicos de pensiones

Los orígenes de los grandes fondos públicos de pensiones canadienses son mucho más recientes que los fondos de concesión de tierras estadounidenses. Por ejemplo, la Ley del sistema de jubilación de empleados municipales de Ontario, aprobada en 1962, creó OMERS. El Plan de Pensiones canadiense a escala nacional, administrado por el CPPIB, fue creado en 1964. El CPP opera en todas las provincias excepto Quebec, que tiene su propio Plan de Pensiones de Quebec y que funciona de la misma manera que el CPP.

A pesar de su creación relativamente reciente, muchos de los fondos de pensiones canadienses superan por mucho en tamaño a la mayoría de los fondos de concesión de tierras estatales de EE.UU. Algunos fondos de pensiones públicos estadounidenses son igualmente grandes (como CalPERS, que se encuentra entre los fondos más grandes del mundo). Sin embargo, las políticas de gobernanza e inversión de la mayoría de los fondos de pensiones públicos estadounidenses tienden a parecerse más a las de los fondos soberanos estadounidenses que a las de los fondos de pensiones públicos canadienses, ya que se basan en las mismas estructuras legales, con el mismo tipo de restricciones en cuanto a clase de activos y normas fiduciarias. Como resultado, hacemos énfasis en este capítulo en los fondos de pensiones canadienses, para poner de relieve las diferencias importantes con los fondos (soberanos y de pensiones) estadounidenses con respecto a la gobernanza y las políticas de inversión.

Tabla 4

Los fondos públicos de pensiones canadienses

Fondo	AUM (millones de USD)
The Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB)	201.500
The Caisse de dépôt et placement du Québec (Caisse)	200.100
The Ontario Teachers' Pension Plan Board (OTPP)	140.800
The British Columbia Investment Management Corporation (bcIMC)	110.000
The Public Sector Pension Investment Board (PSP Investments)	76.100
The Alberta Investment Management Corp. (AIMCo) ⁷	74.700
The Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS)	65.100
The Healthcare of Ontario Pension Plan (HOOPP)	51.600
The Ontario Pension Board (OPB)	21.000
The OPSEU Pension Trust (OPTrust)	16.000

Fuente: Sitios web de los fondos.

⁷ AIMCo gestiona activos para muchos fondos y planes de pensiones del gobierno de Alberta, incluidos el Alberta Heritage Savings Trust y el Public Service Pension Plan.

Innovación en la política de distribución: el Alaska Permanent Fund

Para los fondos de pensiones públicos, los objetivos de distribución son relativamente simples en teoría (pero a menudo difíciles de aplicar en la práctica): las pensiones públicas deben ser capaces de pagar los pasivos de los pensionistas a su vencimiento. Por contra, los fondos soberanos no suelen tener pasivos específicos⁸. ¿Para qué están diseñados, entonces, los fondos soberanos? Gran parte de lo que se ha escrito sobre los fondos soberanos se explica en términos de riesgo político o de su uso potencial como herramientas políticas. El uso de un fondo soberano como herramienta política no es sino una de las muchas explicaciones para la existencia de los fondos soberanos, y si bien puede ser cierto que algunos fondos soberanos se utilizan con fines políticos en ocasiones, la evidencia es escasa o nula a este respecto. Propósitos menos perversos y más razonables parecen impulsar la creación de la mayoría de los fondos soberanos, ya sea a escala nacional o estatal. Aunque las razones específicas que justifican la existencia de un fondo soberano se expresan de varios modos, las diversas justificaciones pueden agruparse en dos grandes categorías generales como: la suavización del ciclo de ingresos públicos, que protegen contra la "enfermedad holandesa" o la prestación de asistencia social intergeneracional. Debido a que estas políticas se han discutido extensamente en otros documentos de investigación, en este apartado abordamos una política innovadora entre los fondos soberanos para conseguir uno de sus objetivos: la política de distribución directa del Alaska Permanent Fund⁹.

El fondo soberano de Alaska, como muchos otros, fue diseñado para constituir un mecanismo que garantizara la equidad intergeneracional. La expresión "equidad intergeneracional" es un tanto ambigua, ya que puede referirse tanto a un imperativo de ahorrar el capital actual con el fin de usarlo para satisfacer los compromisos futuros, tales como las pensiones, o a un imperativo de ahorrarlo específicamente para el beneficio de las generaciones futuras, con independencia de los compromisos contraídos por las generaciones actuales. En las poblaciones que envejecen, la equidad intergeneracional suscita cierta preocupación por la imparcialidad según la cual, si un ciudadano ha pagado sus impuestos y cuota a la seguridad social o los pagos de pensiones públicas equivalentes, puede exigir al gobierno unos ingresos razonables en el momento de su jubilación. La equidad intergeneracional también puede referirse a un principio de justicia distributiva: la principal preocupación en este sentido de la expresión no se refiere tanto al derecho a una pensión acorde con

⁸ Es cierto que no se trata de una declaración de aceptación universal. Véase Javier Capapé y Tomás Guerrero, *More Layers than an Onion: Looking for a Definition of Sovereign Wealth Funds* (ESADE Bus. Sch. Research Paper No. 21, 2013), disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2391165>.

⁹ Algunas de las siguientes observaciones fueron desarrolladas por primera vez por Paul Rose en *Managing Public Natural Resource Wealth*, Revista Brasileira de Políticas Públicas (2013), disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2220218.

6 El sueño norteamericano: Fondos públicos estadounidenses y canadienses

la vida laboral. Más bien se trata de asegurar que las generaciones futuras puedan disfrutar de los recursos de la nación tanto como lo han hecho las generaciones actuales. Por lo tanto, no se crea un fondo de recursos naturales, tan solo, para proporcionar a la generación actual un nivel de pensiones de jubilación aceptable, sino para que las generaciones futuras se beneficien con las ventas de un recurso finito, como es la tierra, que van a heredar.

La decisión de crear un fondo para las generaciones futuras es una decisión económica crucial, ya que quizá una alternativa como una agencia de desarrollo pública puede obtener rendimientos superiores a los retornos financieros de un fondo soberano. Por otra parte, un estado puede decidir a su vez pagar un dividendo, al igual que Alaska, en lugar de dejar al gobierno la determinación de cómo deben gastarse los fondos. El debate en Alaska en torno a la cuestión de cómo servir mejor a las generaciones futuras es instructivo. Los defensores del Alaska Permanent Fund ofrecieron varias razones para su creación: en primer lugar, el Fondo “ayudará a crear una base de inversión a partir de la que se generarán ingresos en el futuro. Más tarde, cuando los ingresos petroleros estén agotados, quedará una importante fuente de ingresos del Estado para pagar los costes de los servicios públicos”; en segundo lugar, el APF “aislará una porción significativa de los ingresos del petróleo de la corriente de gastos presupuestarios, reduciendo así las posibilidades de gasto excesivo por parte del gobierno de turno”; y en tercer lugar, el fondo “transformará” con prudencia la riqueza del petróleo en una “fuente renovable de riqueza para las generaciones futuras”¹⁰.

Aunque el APF tuvo varios objetivos claros desde su establecimiento, los medios concretos para alcanzar esos objetivos generales aún no habían cristalizado en el momento en que el APF comenzó a recibir fondos. El debate se centró en cuestiones generacionales: ¿debería gestionarse el APF como un fondo de inversión que distribuiría los ingresos a largo plazo, o debería gestionarse como un banco de desarrollo y utilizarse para fortalecer la economía de Alaska a corto plazo?¹¹ Esta segunda posibilidad no es necesariamente incompatible con la tercera razón de ser, la transferencia de riqueza intergeneracional, lo que justifica la creación del APF. Mediante el uso del APF como banco de desarrollo y la concesión de préstamos y subvenciones a sus empresas, el fondo podría aumentar el número de pequeñas empresas en Alaska, lo que serviría para aumentar el número de puestos de trabajo e impulsar la economía, con lo que en última instancia, se reduciría la dependencia estatal de los ingresos derivados del petróleo y otros recursos naturales. Por otro lado, un banco de desarrollo aumentaría la posibilidad de daño político, ya que el Fondo podría emplearse como un mecanismo de clientelismo político.

Los que argumentaban a favor del modelo de fondos de inversión estuvieron motivados por la protección del capital gestionado por el APF. Creían que el APF debía gestionar los fondos de acuerdo con la regla del “inversor prudente” y únicamente hacer inversiones que fueran de riesgo-rentabilidad moderadas. En última instancia, los defensores del modelo de fondo de inversión prevalecieron, aunque el Estado destinó algunos fondos que no formaban parte del 25 % de los ingresos dedicados al APF a crear varias agencias estatales¹² encargadas de lograr algunos de los objetivos a corto plazo previstos por los defensores del modelo de banco de desarrollo.

El dividendo del APF, la característica distintiva del modelo del fondo soberano de Alaska, se paga a todos los residentes¹³ de acuerdo con una fórmula específica que figura en la ley¹⁴. Después del cálculo de la fórmula, se determina si hay fondos suficientes en la cuenta de reserva para pagar el dividendo. El dividendo no podrá pagarse del capital principal.

Desde su creación, el APF ha pagado cerca de 20.000 millones de dólares en dividendos. El año pasado el APF pagó un dividendo de 900 dólares a 631.470 solicitantes, aproximadamente al 86 % de la población total (736.399). Para muchos habitantes de Alaska, especialmente para los nativos y los residentes de las zonas rurales, el dividendo es una importante fuente de ingreso.

¹² Estas agencias incluyen Alaska Housing Finance Corporation, Alaska Industrial Development and Export Authority y Alaska Renewable Resources Corporation.

¹³ Los padres también pueden reclamar un dividendo para cada uno de los hijos no emancipados. Con respecto al dividendo de 2014, por ejemplo, los criterios de elegibilidad implica que los candidatos demuestran su condición de residentes en Alaska durante todo el año natural 2013; que tienen la intención de seguir siendo residentes en Alaska indefinidamente; que no han reclamado su residencia en otro estado o país ni obtenido un beneficio como resultado de una reclamación de residencia en otro estado o país en cualquier momento desde el 31 de diciembre de 2012; y que no fueron condenados ni encarcelados como resultado de una condena por delito durante el año 2013, o encarcelados en cualquier momento durante el año 2013 como resultado de una condena de delito menor en Alaska si fueron declarados culpables de un delito grave con anterioridad o de dos o más delitos menores previos a partir del 1 de enero de 1997. Si el residente se ausentó de Alaska por más de 180 días, la ausencia deberá haber sido una ausencia “permisible” (tales como asistir a la universidad o estar en el servicio militar). Por último, el residente debe haber estado físicamente presente en Alaska durante al menos 72 horas consecutivas en algún momento de 2012 o 2013. Requisitos de elegibilidad básicos de la Alaska Permanent Fund Corporation disponibles en: <http://pdf.alaska.gov/Eligibility/EligibilityRequirements>.

¹⁴ El dividendo se calcula promediando los ingresos netos del APF en los últimos cinco años, multiplicado por el 21 por ciento, dividido entre 2, luego dividido entre el número de candidatos elegibles. En 2010, por ejemplo, la cantidad se calculó de la siguiente manera (importes en miles, excepto la cantidad de dividendos individuales): Beneficio neto de los cinco ejercicios anteriores, 8.171 USD; multiplicado por 21 % = 1.716 USD, dividido entre la mitad = 858 USD, a continuación, tras aplicar varios ajustes menores, el total se dividirá entre el número estimado de los solicitantes: 822.100.000 USD / 641.595 = 1.281,00 USD (redondeado al dólar entero más cercano). Consulte Alaska Permanent Fund Corporation, *The Permanent Fund Dividend*, disponible en: <http://www.apfc.org/home/Content/dividend/dividend.cfm>.

¹⁰ Gordon L. Clark & Eric R. W. Knight, *Temptation and the Virtues of Long-Term Commitment: The Governance of Sovereign Wealth Fund Investment*, 1 Asian J. Int'l L. 321, 335 (2011).

¹¹ *Id.* en 328.

Gráfico 1

Dividendo del Alaska Permanent Fund (1982-2013)

Dólares

2.500

2.000

1.500

1.000

500

0

1985

1990

1995

2000

2005

2010

Fuente: Elaboración propia con datos del APF, 2014.

El modelo de Alaska es el único de su clase en Norteamérica, aunque tiene partidarios en otras jurisdicciones. En Alberta, por ejemplo, la Canada West Foundation ha argumentado que tras un periodo adecuado podría reunirse el principal del Alberta Heritage Fund, obtener unos ingresos suficientes para que el fondo pueda pagar un dividendo significativo, y adoptar entonces el modelo de dividendos de Alaska¹⁵. Al igual que en Alaska, el argumento tiene fundamentos tanto económicos como de gobernanza.

En contraste con el modelo de Alaska, un modelo de objetivo mixto ha prevalecido en la mayoría de los demás Estados y provincias. En estas jurisdicciones, los legisladores mantienen una gran parte de los fondos en un fideicomiso permanente para las generaciones futuras, al tiempo que emplean una parte de los ingresos de los “royalties” sobre recursos naturales en proyectos de desarrollo destinados a crear una base económica más amplia. Un modelo de objetivo mixto indica un compromiso político (unos desean dedicar los fondos a satisfacer las necesidades apremiantes, mientras que otros desean ahorrar para necesidades futuras), pero también complica el objetivo de utilizar un fondo de recursos naturales para promover la equidad intergeneracional. El modelo de objetivo mixto requiere una jurisdicción específica para que las apuestas de

¹⁵ CAN. W. FOUND., ALBERTA'S ENERGY LEGACY: Ideas for the Future 79 (2007), disponible en: <http://cwf.ca/pdf-docs/projects/ael-chapt-dyedlin.pdf>. Al igual que en Alaska, el argumento tiene fundamentos tanto económicos como de gobernanza: “Hay una lógica de gobernanza que ve a los ciudadanos en lugar de al gobierno tomando decisiones acerca de su ‘pedazo del pastel.’” En vez de políticos y burócratas que deciden lo que es mejor, ¿por qué no dejar que lo hagan las personas y las familias? Hay fundamentos tanto de tendencia de derecha como de izquierda a favor de que los dividendos públicos estén disponibles de manera que los residentes y sus familias puedan tomar sus propias decisiones de gasto. Así pues, resulta factible un consenso público amplio y probable.” *Id.*

inversión tomadas hoy tengan un rendimiento futuro suficiente para las generaciones presentes y futuras. En algunos casos, puede darse el caso de desembolsos hacia agencias gubernamentales cuyas operaciones no tengan como objetivo las generaciones futuras o el bienestar económico general de la jurisdicción; en estos casos, las necesidades locales o regionales a corto plazo servirán como control.

Aparte de las preocupaciones propias de cada jurisdicción sobre los medios adecuados para velar por las generaciones futuras –ya sea utilizar un fondo de recursos naturales como fondo de desarrollo o como vehículo de inversión, por ejemplo– entran en juego preocupaciones significativas de ámbito federal. Cuando se combina con un federalismo fiscal en el que los Estados y las provincias van incrementando progresivamente los subsidios federales que reciben, la cuestión de la equidad intergeneracional se complica. Así, además de considerar la conveniencia y el modo en que los ciudadanos actuales de cada Estado (con un fondo de recursos naturales) deberían subsidiar a sus futuros ciudadanos, también los ciudadanos de otras jurisdicciones se plantean si deben subsidiar a los ciudadanos presentes y futuros de ese Estado a pesar de la existencia de un fondo soberano estatal o provincial. Esta cuestión sigue abierta.

Innovación en la política de inversión: los fondos de pensiones públicos de Canadá

El marco legal y de gobernanza en que opera un fondo público es de vital importancia para determinar su éxito. Sin el marco adecuado, el fondo tiene menos probabilidades de alcanzar sus objetivos previstos y, de modo aún más preocupante, está en riesgo de convertirse en una herramienta al servicio de la corrupción. Gran parte de la estructura de gobernanza se desprende de las políticas de inversión de los fondos, pero las políticas en sí mismas dependen del marco político en el que opera el fondo. Transformar una estructura dedicada a la obtención de fondos públicos en un fondo con capacidad de decisión de inversión eficiente es muy difícil; además, los fondos estatales y provinciales difieren significativamente en sus filosofías de gobernanza e inversión.

Las políticas de gestión y de inversión de los fondos canadienses difieren significativamente de las de los fondos soberanos estadounidenses en varios aspectos relevantes. En primer lugar, los fondos canadienses tienden a ser mucho más grandes que los fondos soberanos estadounidenses. Esta economía de escala permite a los fondos establecer equipos internos de gestión. En segundo lugar, (y, en parte, debido a su mayor tamaño), los fondos canadienses tienden a invertir de manera muy diferente a la de sus contrapartes estadounidenses. Como otros han comentado (y los propios fondos canadienses han señalado), los fondos canadienses tienden a no estar sometidos a restricciones legales explícitas sobre sus inversiones.

6 El sueño norteamericano: Fondos públicos estadounidenses y canadienses

Gráfico 2

Fondo público politizado



Fuente: Elaboración propia, 2014.

El tamaño y la flexibilidad de los fondos canadienses permiten hacer inversiones alternativas directas en infraestructuras, venture capital o *private equity* que muchos otros fondos públicos, incluidos los fondos soberanos estatales estadounidenses, no pueden ejecutar. Por último, los fondos canadienses difieren en la gobernanza. Los fondos canadienses están aislados de presiones políticas y tienden a contar con consejos de administración independientes y profesionales en lugar de, como afirma The Economist sin rodeos, consejos “inundados de políticos, compinches e infiltrados sindicales”¹⁶. Además, en comparación con sus contrapartes estadounidenses, los fondos canadienses pagan salarios competitivos con los de los gestores externos de activos.

Aunque las economías de escala explican gran parte de las diferencias en la política de inversión entre los grandes fondos canadienses y los fondos de pensiones más pequeños, la independencia política también parece desempeñar un papel importante. Los fondos estadounidenses –fondos soberanos, en cierta medida, pero sobre todo fondos de pensiones públicos– sufren de falta de independencia política, y esta falta de independencia tiene graves consecuencias para las políticas de inversión. Esto no quiere decir que los fondos sean corruptos, sino que los administradores de los fondos públicos deben lidiar regularmente con las presiones políticas del parlamento y los grupos de interés; lo cual es especialmente relevante para los fondos que están estrechamente controlados por los parlamentos estatales. Comprender cómo están conectadas las estrategias de inversión y las presiones políticas es más sencillo cuando consideramos los incentivos de los funcionarios electos del gobierno que crean y supervisan el fondo. Los políticos se enfrentan a decisiones difíciles sobre el modo en que el gobierno garantizará que el fondo público sigue siendo responsable. También puede darse un

juego político que se produce cuando los diversos grupos que tienen interés en la rentabilidad del fondo (dirigentes sindicales de empleados públicos o funcionarios electos, como los tesoreros estatales) compiten por un asiento en el consejo de administración. Como consecuencia, los consejos cuentan con políticos o con personas designadas por ellos, en lugar de administradores profesionales. Cabe esperar que los incentivos de los políticos designados o elegidos, difieran de los administradores profesionales en varios aspectos. En primer lugar, pueden estar preocupados por representar a su electorado político, como los empleados sindicalizados o un partido político en particular, además de (o en casos graves, en lugar de) a los beneficiarios del fondo. Los políticos también pueden estar preocupados por el hecho de que el fondo sirva como un vehículo para promover los intereses de los partidos políticos rivales o grupos de interés. Y, debido a que están políticamente vinculados al fondo, adquieren una responsabilidad mayor por el desempeño del fondo.

El compromiso que a menudo resulta de estos incentivos, es un consejo de administración con conexiones políticas que ve restringida casi por estatutos sus actividades de inversión. Al personal de los fondos se le suele pagar salarios acordes con la condición de empleado público y, como resultado, el fondo resulta incapaz de contratar personal cualificado con las capacidades para gestionar internamente muchos de sus activos. Por tanto, algunos activos, en particular las inversiones alternativas, deben gestionarse externamente. Desafortunadamente, las restricciones de inversión no han servido para eliminar la corrupción, como atestiguan varios escándalos en EE.UU. Por otro lado, las restricciones han dado lugar a una disminución del universo de oportunidades de inversión y a un crecimiento en los honorarios pagados a gestores externos. El proceso de cómo la politización en última instancia conduce a una menor innovación y mayores costes para los fondos públicos se puede resumir en el Gráfico 2.

¹⁶ *Canada's Pension Funds: Maple Revolutionaries*, Econ. (Mar. 3, 2012), <http://www.economist.com/node/21548970>.

Gráfico 3

Fondo público despolitizado



Fuente: Elaboración propia, 2014.

Los fondos públicos politizados pueden comprar estrategias innovadoras, por supuesto, pero esas estrategias tienen un precio: tradicionalmente, una comisión de gestión del 2% y el 20% de los beneficios. Los fondos públicos estadounidenses han invertido cada vez más en las inversiones alternativas en los últimos años, pero suelen pagar muy caro el privilegio.

Por el contrario, los gigantes canadienses tienden a operar con arreglo a un modelo más aislado políticamente. Al cambiar el nivel de participación política en el fondo, los políticos reducen la disponibilidad de los fondos para sus propios fines políticos y, asimismo, reducen la disponibilidad de uso del fondo para los rivales políticos. Por ello, también son responsables menos directos de la rentabilidad del fondo. Como resultado, tienen menos necesidad de restringir el alcance de las inversiones disponibles para el fondo. Debido a que el consejo que administra el fondo está bien aislado de las presiones políticas, es capaz de pedir a sus gestores que hagan más y, en consecuencia, pagarles más. El resultado neto son honorarios internos más elevados, pero honorarios globales más bajos que, *ceteris paribus*, conduce a una mayor rentabilidad, tal y como se resume en el Gráfico 3.

Lo que hace que los fondos canadienses sean innovadores no es tanto el hecho de que estén haciendo inversiones alternativas, sino la *forma* en que están invirtiendo. Como se muestra en los estudios de caso en la siguiente sección, la innovación de los fondos canadienses reside en su capacidad -a causa de su independencia política- de actuar sin intermediarios en el proceso de inversión. Y, aún más impresionante, al menos un fondo está sirviendo en la actualidad como intermediario para otros inversores institucionales.

Estudios de caso: Fondos soberanos estadounidenses y fondos de pensiones canadienses

Los siguientes estudios de caso muestran cómo los fondos soberanos estadounidenses y los fondos de pensiones canadienses difieren en la forma en que están regulados por la ley, la forma en que son gobernados y cómo se gestionan sus inversiones. Aunque los fondos estadounidenses no experimentan un menor rendimiento que sus contrapartes canadienses, se ven obstaculizados por estructuras regulatorias y políticas que dificultan el logro de altos rendimientos.

Fondos soberanos estatales estadounidenses

En esta sección se analizan en primer lugar varios de los fondos soberanos estatales más grandes -Alaska Permanent Fund (APF), New Mexico Severance Tax Permanent Fund (NMSTPF), Texas Permanent School Fund (TPSF) y Wyoming Permanent Mineral Trust Fund (WPMTF)- y se describen las políticas de inversión de los fondos. La mayoría de los fondos estatales que se nutren de recursos naturales utilizan gestores externos para invertir parte o la totalidad de sus fondos, y las normas fiduciarias y los requisitos de asignación de activos sirven para delimitar el comportamiento de los fondos y de sus gestores. Aparte de estas similitudes, los fondos analizados en estos estudios de caso tienen diferentes objetivos de inversión, que van desde un estilo de gestión agresivo, centrado en los rendimientos totales, que produce un gran dividendo anual para los ciudadanos de Alaska, a la rentabilidad total mixta y las estrategias de inversión social en Wyoming y Nuevo México. Un gran porcentaje de los activos es administrado por gestores externos.

Algunos Estados pueden tener más de un fondo en funcionamiento. Por ejemplo, un Estado puede tener tanto un

6 El sueño norteamericano: Fondos públicos estadounidenses y canadienses

fondo soberano de concesión de tierras como un fondo soberano del impuesto sobre la utilización de recursos naturales. Las tierras fiduciarias estatales se invierten típicamente a través de una división de inversiones que opera en el departamento de gestión de tierras del Estado o del departamento de educación del Estado, o, en el caso de los Estados con un fondo del impuesto sobre la utilización de recursos naturales, ambos fondos del Estado son gestionados por una sola entidad de inversión que puede funcionar como una entidad independiente. En Texas, por ejemplo, el Permanent School Fund (PSF) es administrado por la Junta de Educación del Estado, mientras que las actividades administrativas del PSF son gestionadas por una división de inversiones de la Agencia de Educación de Texas. En Nuevo México, por el contrario, tanto las inversiones del Land Grant Permanent Fund como del Severance Tax Permanent Fund son administradas por el State Investment Council (SIC).

Debido a que los ingresos generados por los fondos se dedican normalmente a diversos beneficiarios de la entidad pública, los fondos de concesión de tierras no invierten tradicionalmente en programas sociales. Texas es una excepción a esta regla; la legislación aprobada en 2007 permite que el Comisionado de Tierras del Estado redirigir algunos de los fondos depositados en el PSF a una "cuenta para un fondo especial de bienes inmobiliarios", y también amplió la capacidad de inversión del PSF para invertir en "tierras; intereses en bienes inmuebles con fines biológicos, comerciales, geológicos, culturales o recreativos... [para hacer inversiones] para proteger, mantener o aumentar el valor de los terrenos de las escuelas públicas; [o, para hacer inversiones con el fin de] adquirir... una inversión o interés en la infraestructura pública, u otros intereses"¹⁷.

The New Mexico Severance Tax Permanent Fund

Asignación de activos (objetivo)¹⁸

Renta variable EE.UU.	31%
Renta variable internacional	15%
Renta fija	16%
Retornos reales	10%
Inmobiliario	10%
Retornos absolutos	8%
Private Equity	10%

¹⁷ TEX. NAT. RES. CODE ANN. § 51.402 (West 2007).

¹⁸ N. M. STATE INV. Council, January 2014-June 2015 Annual Investment Plan (2014), disponible en: <http://www.sic.state.nm.us/uploads/files/2014%20Annual%20Plan%20Public.pdf>.

El State Investment Council de New Mexico (SIC) se encarga de la gestión del STPF. Como en el caso de los fondos soberanos estatales y provinciales, el SIC y sus gestores externos están obligados por ley a aplicar un estándar de "inversor prudente". El SIC "pretende administrar los fondos para asegurarse de que las generaciones futuras reciben los mismos o mayores beneficios que los beneficiarios actuales, al tiempo que maximiza las distribuciones actuales para proporcionar fuentes de ingresos actuales al Fondo General del Estado. La rentabilidad total, que incluye las ganancias realizadas y no realizadas, más los ingresos, menos los gastos, es el objetivo principal de los Fondos"¹⁹.

A pesar de este enfoque de rendimiento total básico, las actividades de inversión del SIC procedentes de los fondos del STPF se complican por numerosos imperativos legales. Cuando se formó el STPF, el poder legislativo de Nuevo México creó un mosaico de metas de inversión para el STPF, con una política social específica asociada a cada tipo de objetivo de inversión. Aunque la mayoría de las inversiones están diseñadas para maximizar tasas de retorno ajustadas al riesgo, estos objetivos de inversión están diseñados para "obtener, primero, una tasa de retorno ajustada al riesgo siguiendo la *regla del inversor prudente* y, en segundo lugar, para mejorar la economía de Nuevo México"²⁰. Con el fin de asegurarse de que estos objetivos logran reducir al mínimo el riesgo de inversiones derrochadoras o corruptas, se requiere que los gestores de fondos, entre otras cosas, garanticen que las inversiones estimularán la economía de Nuevo México de manera continuada en el tiempo, ampliarán la actividad empresarial en el Estado y promoverán la creación y preservación de puestos de trabajo.

Los criterios de inversión para otras inversiones del STPF son relativamente normales, y similares a los empleados por otros grandes inversores institucionales. Las políticas de inversión establecen una lista de "inversiones permitidas" y establecen objetivos de asignación de activos. Las políticas de inversión imponen limitaciones al tipo de valores de renta variable que pueden poseerse y restringen el porcentaje máximo de participación en cualquier empresa. Por otro lado, la lista de inversiones realizadas con objetivos económicos revela un notable esfuerzo de ingeniería social en el ámbito estatal, paralelo a los esfuerzos inversores federales. Entre otras cosas, el SIC ha invertido en hipotecas a través de títulos mobiliarios (que estimulan el mercado de hipotecas y aumentan los niveles de propiedad de vivienda), en pequeñas empresas de Nuevo México y en la industria cinematográfica de Nuevo México (que alguien se adelantó a denominar "*Tamalewood*").

¹⁹ N. M. STATE INV. Council, Investment Policy Statement (2012), disponible en: http://www.sic.state.nm.us/uploads/FileLinks/47799e8b33064817a9838767216d86af/2012_07_24_NM_SIC_Investment_Policy.pdf.

²⁰ *Id.* en 25.

The Wyoming Permanent Mineral Trust Fund

Asignación de activos ²¹

Renta variable EE. UU (<i>large cap</i>)	15,0%
Renta variable EE. UU (<i>small cap</i>)	3,0%
Renta variable internacional	13,0%
Private equity	4,0%
Inmobiliario	7,5%
Retornos absolutos	7,5%
Títulos convertibles	2,0%
Renta fija	45,0%
Efectivo o equivalentes	3,0%

Wyoming también persigue objetivos múltiples a través de su fondo de recursos naturales. La política general de los fondos fiduciarios de Wyoming requiere que la Junta de Préstamos e Inversiones del Estado y sus gestores externos inviertan los fondos públicos “de una manera que se esfuerce por lograr la máxima seguridad, ofrezca una liquidez adecuada para cumplir todos los requisitos de funcionamiento y alcance el rendimiento más alto posible compatible con los objetivos primordiales de seguridad y liquidez” ²².

Wyoming ha establecido por ley el conjunto de inversiones y asignaciones de inversión permitidas, pero los estatutos contienen solo dos restricciones menores a las inversiones. En primer lugar, no más del 55% del fondo podrá invertirse en acciones. En segundo lugar, deberá obtenerse la aprobación a la Junta antes de permitir al Estado invertir en “inversiones alternativas.” La política de inversión de la Junta añade estas restricciones a la prohibición de operaciones de autocartera, renta variable, certificados de depósito, valores en cartera y otro capital no registrado, materias primas (si no está incluido ya en inversión alternativa), la mayoría de las transacciones sobre bienes inmuebles, propiedades sobre recursos naturales, ventas en corto y transacciones con margen. Los derivados podrán utilizarse para gestionar el riesgo, pero “los gerentes deben revisar el uso de derivados con la Junta antes de emplear tácticas de derivados” ²³.

Como en Nuevo México, los estatutos de Wyoming también autorizan expresamente a los fondos a hacer inversiones diversas para reforzar las políticas sociales. Entre otras cosas, el tesorero del

Estado está autorizado a invertir (en algunos casos, comprometer) hasta 25 millones de dólares en préstamos para la educación superior a nivel federal; hasta 300 millones de dólares procedentes de la cuenta del fondo de tierras permanente para garantizar bonos de las escuelas de distrito; hasta 100 millones de dólares para garantizar los bonos del gobierno local; y, “para promover el desarrollo económico”, el tesorero del estado podrá invertir hasta 100 millones de dólares en bonos de desarrollo industrial emitidos por juntas de poderes conjuntos, municipios o condados. El tesorero del Estado no podrá invertir más de 50 millones de dólares “para un fin público específico autorizado o dirigido por el parlamento,” ²⁴ aunque la cantidad podrá ajustarse por recomendación del tesorero y la aprobación de un subcomité de la Junta sobre la financiación de capital e inversiones.

La política de inversión del Estado también establece diversas directrices de cartera. Por ejemplo, el estado no puede ser propietario de más del 1% de las acciones ordinarias de cualquier corporación ni ésta puede superar el 1,5% del valor total en libros de los fondos. Como en el caso de muchos fondos -y en particular los fondos de propiedad estatal- Wyoming también se enfrenta al reto de hacer coincidir su política de inversión con sus deberes fiduciarios, cuando podría generar rentabilidades más altas con inversiones en conflicto con otros objetivos sociales, éticos y políticos. En una disposición un tanto enrevesada, la política de inversión del Estado establece que “si bien la Junta no puede hacer inversiones sobre la base de objetivos sociales o políticos, sí que tiene en cuenta los efectos económicos de las cuestiones sociales y humanitarias en el análisis de las inversiones. La Junta trata de evitar las inversiones que apoyan el terrorismo o la violación de los derechos humanos”.

The Alaska Permanent Fund

El Alaska Permanent Fund está supervisado directamente por la Alaska Permanent Fund Corporation (APFC), una entidad estatal que funciona como una “entidad estatal casi independiente, diseñada para estar aislada de las decisiones políticas aunque responsable ante el pueblo en su conjunto” ²⁵. La APFC conserva la responsabilidad política directa a través de un informe anual de la APFC al Comité de Auditoría y Presupuesto Legislativos y por medio de la aprobación del presupuesto de la APFC por el parlamento de Alaska. Como se comentó anteriormente, la característica distintiva de fondo de Alaska es que una parte significativa de los ingresos generados por el fondo se pagan a los ciudadanos de Alaska en forma de dividendo anual. El dividendo se paga de acuerdo con una fórmula específica establecida por la ley ²⁶.

²¹ STATE LOAN & INV. Bd., Wyo., Master Investment Policy and Sub-Policies 23 (2012), disponible en: <http://treasurer.state.wy.us/pdf/investmentpolicy20612.pdf>.

²² *Id.* en 1.

²³ *Id.* en 9.

²⁴ Wyo. Stat. Ann. § 9-4-715(n) (West 1977).

²⁵ ALASKA PERMANENT FUND CORP., AN ALASKAN'S GUIDE TO THE PERMANENT FUND 31 (2009), disponible en: <http://www.apfc.org/home/Media/publications/2009AlaskansGuide.pdf>.

²⁶ En términos generales, el dividendo se calcula promediando los ingresos netos del APF en los últimos cinco años, multiplicado por el 21%, dividido entre 2, luego dividido entre el número de candidatos elegibles.

6 El sueño norteamericano: Fondos públicos estadounidenses y canadienses

Asignación de activos (objetivos) del APF ²⁷

Clase de riesgo	Clase de activos	Objetivo de la clase de riesgo	Objetivo de la clase de activos
Efectivo y Tipos de Interés		6 %	
	Efectivo		1,2 %
	Bonos soberanos USA y Bonos soberanos países desarrollados (cubiertos al tipo de cambio)		4,8 %
Exposición a empresas		55 %	
	Crédito global		11 %
	Crédito público/privado		2 %
	Renta variable global		36 %
	Private Equity		6 %
Activos reales		19 %	
	Bienes inmuebles		12 %
	Infraestructuras		4 %
	Valores del Tesoro de EE. UU protegidos contra la inflación.		3 %
Oportunidades especiales		20 %	
	Retornos absolutos		6 %
	Retornos reales		7 %
	Mercados emergentes Multi-activo		2 %
	Renta Fija Doméstica Agregada		2 %
	Otros (oportunidades de deuda y especiales)		2 %

Después del cálculo de la fórmula, se determina si hay fondos suficientes en la cuenta de reserva de ganancias para pagar el dividendo. El dividendo no podrá pagarse del principal. Para muchos habitantes de Alaska, especialmente nativos y los residentes de las zonas rurales, el dividendo es una importante fuente de ingreso.

En los primeros años del APF, la política de inversión del fondo seguía una política conservadora de asignación de activos y realizó fuertes inversiones en bonos. Sin embargo, en 2009, la Junta de Patronos "reconoció que algunas inversiones podrían tener más en común con las inversiones de otras clases de activos con respecto a sus niveles esperados de riesgo y rentabilidad." Por ejemplo, los bonos corporativos pueden parecerse más a *equity* que a bonos del Tesoro de Estados Unidos; "esto tiene sentido si tenemos en cuenta que las empresas que emiten estos bonos corporativos son las mismas empresas que cotizan en los mercados bursátiles." En virtud de su nueva estrategia, la Junta determina de este modo los activos del grupo por sus características de riesgo, más que por la clase de activo. Así que en lugar de agrupar los activos como acciones, bonos, efectivo, etc., el APF clasifica ahora las inversiones como "Efectivo", "Tasas de interés", "Exposición a empresas", "Activos reales" y "Oportunidades especiales." "Efectivo" incluye instrumentos líquidos con una duración de menos de doce meses. "Tasas de interés" incluye valores bajos de riesgo de crédito, como los bonos del Tesoro de EE.UU. y los bonos del gobierno no estadounidense. "Exposición a empresas" incluye bonos de grado de

inversión y alto rendimiento, acciones estadounidenses y extranjeras, préstamos bancarios e inversiones de renta variable privada. "Activos reales" incluye bienes raíces, infraestructura y valores del Tesoro protegidos de la inflación (TIPS). La categoría de "Oportunidades especiales" incluye, entre otros, los activos de rendimiento absoluto, retornos reales y oportunidades diversas.

The Texas Permanent School Fund

Las políticas de inversión del TPSF, el mayor fondo de Norteamérica junto con el Alaska Permanent Fund, están limitadas por un marco legal bastante restrictivo. En virtud del Código Administrativo de Texas, el TPSF solo podrá hacer determinadas "inversiones admitidas." Sin embargo, la definición de inversiones admitidas enumera categorías de inversiones bastante comunes, modernas y amplias, tales como acciones en bolsas nacionales o desarrolladas, renta fija, *private equity*, inversiones de "rentabilidad absoluta", inversiones de "rentabilidad real", inversiones "de paridad de riesgos" y equivalentes al efectivo. La Junta de Educación del Estado, que tiene la responsabilidad fiduciaria para la gestión del TPSF, puede permitir otras inversiones, siempre que la inversión sea coherente con las metas y los objetivos del TPSF. El objetivo de la asignación de activos en 2013 reflejó un alto número de inversiones alternativas.

²⁷ Alaska Permanent Fund Corp., Alaska Permanent Fund Corporation Investment Policy 8-9 (2014), disponible en: <http://www.apfc.org/home/Media/investments/20140521InvestmentPolicy.pdf>.

Asignación de activos del TPSF ²⁸

RENTA VARIABLE		
	Media/pequeña capitalización (doméstica)	7%
	Gran capitalización (doméstica)	18%
Total renta variable doméstica		25%
	Gran capitalización (desarrollada y emergente)	18%
	Media/pequeña capitalización (internacional)	0%
	Renta variable emergente internacional	3%
Total renta variable internacional		21%
Total renta variable cotizada		46%
RENTA FIJA		
	Renta fija (core)	12%
	Deuda (emergentes)	5%
Total renta fija		17%
INVERSIONES ALTERNATIVAS		
	Rendimiento absoluto	10%
	Bienes inmuebles	8%
	Private equity	6%
	Paridad de riesgo	7%
	Rendimiento real	6%
Total inversiones alternativas		37%

La ley también establece una lista de las inversiones prohibidas que incluye, entre otros, ventas cortas, acciones restringidas, compra o venta en el margen, opciones, futuros de materias primas, metales preciosos o la compra de acciones ordinarias o valores de renta fija en una sola corporación en una cantidad superior al 2,5% del valor total del mercado del TPSF o al 5,0% del valor de mercado total de la cartera del gestor ²⁸.

Si bien el marco legal del TPSF parece firmemente arraigado en la era de las "listas legales" propias de la inversión de fondos públicos, es importante tener en cuenta que el TPSF no rige su asignación de activos por estatutos, lo que permite una mayor libertad en la selección de las inversiones. En los reglamentos de los fondos de pensiones de muchas jurisdicciones, por el contrario, las listas legales de las inversiones permitidas y prohibidas siguieron estrictas normas de asignación de activos en un esfuerzo por reducir el riesgo de la mala gestión y las pérdidas. Sin embargo, esta reducción del riesgo tiene un precio, ya que

los gestores ven limitadas sus opciones de inversión y de hecho pueden tener más dificultades en el cumplimiento de sus deberes fiduciarios para administrar con prudencia los fondos. Los gestores no pueden alterar fácilmente las estrategias de inversión que tienen un mal comportamiento cuando en los estatutos se "consagran" determinados límites a la inversión. Esta inflexibilidad resultó muy costosa a los fondos durante la crisis financiera, puesto que las estrategias de asignación de activos tradicionales, a menudo impuestas por ley, resultaron desastrosamente inadecuadas. CalPERS, por ejemplo, perdió la asombrosa cifra de 100.000 millones dólares en dieciocho meses, cuando falló su estrategia de asignación de activos ²⁹.

Fondos de pensiones públicos canadienses

Aunque los gigantes canadienses tienen menos restricciones explícitas que los fondos soberanos estadounidenses descritos anteriormente, los fondos de pensiones emplean objetivos de asignación de activos como parte de las buenas prácticas de gobernanza del FMI. Sin embargo, hay una notable diferencia, los fondos canadienses realizan directamente (sin intermediarios) inversiones alternativas y llevan a cabo inversiones directas en otros activos, tal y como se describe a continuación.

Ontario Teachers' Pension Plan

El OTTP diversifica sus inversiones a través de cuatro grandes clases de activos: renta variable, renta fija, recursos naturales (incluidos los derivados de materias primas y los activos físicos, como la madera y el petróleo) y activos reales (incluidos bienes raíces e infraestructuras). Al ser un fondo de pensiones, el OTTP debe mantener una liquidez adecuada para asegurarse de que es capaz de cumplir sus obligaciones actuales. Sin embargo, también mantiene la liquidez para ser capaz de "adquirir de manera oportunista activos de una manera efectiva" ³⁰.

²⁹ Ashby Monk, *Factor Based Allocation Strategies* (Feb. 10, 2011), <http://www.investmentreview.com/expert-opinion/factor-based-allocation-strategies-5128>.

³⁰ Ontario Teachers' Pension Plan, 2013 Annual Report 20 (2013).

³¹ Ontario Teachers' Pension Plan, Statement of Investment Policies and Procedures for Ontario Teachers' Pension Plan 6 (2014), disponible en: <http://www.otpp.com/documents/10179/20940/-/72ae966f-7aa9-40ae-b8fa-3642e76597df/Statement%20of%20Investment%20Policies%20%20Procedures%202013.pdf>.

²⁸ Texas Permanent School Fund, Comprehensive Annual Financial Report 20 (2013), disponible en: <http://www.tea.state.tx.us/index4.aspx?id=2147489178&>.

6 El sueño norteamericano: Fondos públicos estadounidenses y canadienses

Asignación de activos OTPP ³¹

Clase de activos	Mínimo	Objetivo	Máximo
Renta variable	39 %	44 %	49 %
Renta fija	36 %	48 %	56 %
Recursos naturales	3 %	8 %	13 %
Activos reales	18 %	23 %	28 %
Mercado monetario*	(26) %	(23) %	(16) %

* La actividad del mercado monetario proporciona financiación para las inversiones en toda clase de activos y es comparable a un departamento de tesorería en una corporación.

El OTPP es también uno de los inversores “responsables” más conocidos en el mundo. Es signatario de los Principios de la ONU para la Inversión Responsable y evalúa con objetividad las inversiones en relación a “los factores financieros y no financieros, incluidos los riesgos relacionados con las cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno (ESG), porque creemos que pueden afectar sustancialmente al valor de nuestras inversiones.”³² Una de las inversiones más sorprendentes realizadas por el OTPP en los últimos años -y, sin embargo, totalmente coherente con su compromiso con el buen gobierno corporativo- es la adquisición de Glass Lewis, empresa número dos en la industria de la consultoría en gobierno corporativo sólo detrás de Institutional Shareholder Services, líder del mercado. Sin sorpresa, cuando el OTPP buscó diversificar la propiedad de Glass Lewis en 2013 vendiendo un 20 % de la compañía, lo hizo a un inversor público canadiense de similares características: AIMCo.

PSP Investments

El mandato legal del PSP es “gestionar los importes a él transferidos en interés de los contribuyentes y beneficiarios de los Planes; y maximizar la rentabilidad sin riesgo excesivo de pérdida, teniendo en cuenta los fondos, las políticas y requisitos de los Planes y la capacidad de éstos para cumplir sus obligaciones financieras.”³³ La filosofía rectora del PSP se basa en dos pilares: la Política de Cartera, que establece la asignación estratégica de activos del fondo, y las actividades de gestión de activos. La Política de Cartera establece las siguientes asignaciones de destino que se muestran en la siguiente tabla.

Asignación de activos PSP ³⁴

Clase de activos	Peso objetivo
Renta variable mundial	
Renta variable cotizada	40 %
Private Equity	14 %
Activos reales	
Bienes inmuebles	13 %
Infraestructuras	13 %
Bonos mundiales vinculados a la inflación	5 %
Recursos renovables	2 %
Renta fija nominal	
Renta fija	11 %
Efectivo y equivalentes	2 %

El PSP define la gestión activa como aquellas actividades que se apartan de la Política de Cartera aprobada y que se utilizan como complemento a los rendimientos de la Cartera dentro de un presupuesto de riesgo de activo. El programa de gestión activa puede concebirse como una estrategia de cobertura interna, porque el PSP “busca minimizar en el tiempo la correlación de los rendimientos entre la Cartera Activa y la Política de Cartera”³⁵. Revisando las asignaciones de la Cartera, queda claro que el PSP no se involucra en inversiones alternativas como algo secundario a una estrategia típica más relevante de asignación de activos. Al contrario, las inversiones alternativas tienen apoyo en la propia Política de Cartera, y el propio PSP utiliza estrategias de gestión activa para diversificar aún más sus inversiones y distribución de riesgos.

Un ejemplo de cómo el PSP se diferencia de sus vecinos del sur puede observarse en la reciente co-inversión del PSP con el CPPIB y la sociedad de capital riesgo Apax Partners en Kinetic Concepts, una empresa de dispositivos médicos con sede en EE.UU. El acuerdo fue valorado en aproximadamente 6.300 millones de dólares y el PSP y sus socios pretenden “trabajar activamente en colaboración con la administración de KCI para invertir más en el sector mundial de productos médicos y expandir así el negocio principal de la empresa, desarrollar productos innovadores y orientarse hacia nuevas geografías, donde hay oportunidades significativas”³⁶. Tomadas en conjunto, tres cosas hacen posible el acuerdo en Canadá y casi imposible para la mayoría de los

³² *Id.* en 21. OTPP apunta que “[s]i bien la inversión responsable no se opone a la propiedad de los activos que algunos miembros del plan pueden considerar censurable, sí que significa que Teachers pondera todos los riesgos y oportunidades materiales del ESG en la selección y gestión de activos.” *Id.*

³³ PUB. SECTOR PENSION INV. Bd., 2013 Annual Report 12 (2013).

³⁴ *Id.* en 6.

³⁵ Pub. Sector Pension Invs., Statement of Investment Policies, Standards and Procedures for Assets Managed by the Public Sector Pension Investment Board 14 (2013).

³⁶ Press Release, Pub. Sector Pension Invs., Apax Partners, CPPIB and PSP Investments to Acquire Kinetic Concepts, Inc. for \$68.50 Per Share (July 31, 2011), disponible en: <http://www.investpsp.ca/pdf/pr-psp-kci-acquisition-en.pdf>.

fondos soberanos estadounidenses: el tipo de contrato (inversión de *private equity*), el tamaño de la operación (6.300 millones de dólares) y una relación continuada con los gestores de la empresa (inversión *desintermediada*). Mientras que los fondos estadounidenses pueden y de hecho invierten en *private equity*, lo hacen indirectamente, a través de gestores externos, incurriendo en el pago de honorarios a gestores externos. El PSP y otros grandes fondos canadienses, por el contrario, están compitiendo directamente con sociedades de *private equity*. Gordon Fyfe, Director General del PSP, declaró recientemente que: “Estamos compitiendo con todos los demás inversores del mundo...hay una cantidad limitada de rendimientos y si ganas y los obtienes, es que se los estás arrebatando a otro”³⁷.

Ontario Municipal Employee Retirement System

Por último, el OMERS tiene una estrategia de asignación de activos sencilla que contrasta con una política de inversión sofisticada e innovadora. Para su Plan Primario, el OMERS divide su estrategia de asignación de activos en dos categorías básicas: un grupo de activos de Inversión Cotizada y un grupo de activos de Inversión No Cotizada, tal y como se muestra en la siguiente tabla³⁸.

Asignación de activos OMERS³⁸

Grupo de activos	Mínima	Objetivo	Máxima
Inversiones cotizadas	41,0%	53,0%	65,0%
Inversiones no cotizadas	35,0%	47,0%	59,0%

El OMERS define las inversiones públicas como “valores que generalmente se negocian en un mercado público reconocido o de manera extrabursátil”³⁹. Las inversiones no públicas son de *private equity*, infraestructura, bienes raíces y otras inversiones estratégicas. El compromiso de OMERS con la inversión innovadora es evidente en su creación de herramientas de inversión para gestionar varias clases de activos, incluidos OMERS Capital Markets, Oxford Properties, Borealis Infrastructure, OMERS Strategic Investments (con una herramienta de capital de riesgo, OMERS Venture Capital) y OMERS Private Equity. Y como prueba de que los grandes fondos de pensiones canadienses están dispuestos a competir mano a mano con Wall Street, en 2009, OMERS recibió autoridad legislativa para proporcionar ofertas y servicios de inversión a terceros: planes de pensiones del sector público y privado canadiense, gobiernos y

sus agencias, facultades, universidades y sus fundaciones, y organizaciones benéficas canadienses registradas. En este sentido, llama la atención que OMERS no solo compite con Wall Street por las oportunidades de inversión, sino también por los *clientes*.

Conclusión

Los fondos públicos norteamericanos comparten el objetivo común de maximizar los retornos ajustados al riesgo, sin embargo, muestran una notable diversidad en la forma en que se regulan, se invierten y -al menos en el caso de Alaska- el modo en que reparten sus ganancias. En un conocido texto de derecho corporativo, la catedrático de derecho de Yale, Roberta Romano, argumentó que la “genialidad del derecho corporativo norteamericano estriba en su organización federalista”⁴⁰. Un punto central de su argumento era que la diversidad de enfoques de un Estado a otro –la experimentación en marcos de gobernanza y jurídicos– proporciona un beneficio útil a la sociedad. Los Estados y los ciudadanos pueden evaluar los efectos de los sistemas regulatorios de otras jurisdicciones. Pueden adoptarse así enfoques eficaces y justos, y abandonarse aquellos que malgastan o fracasan.

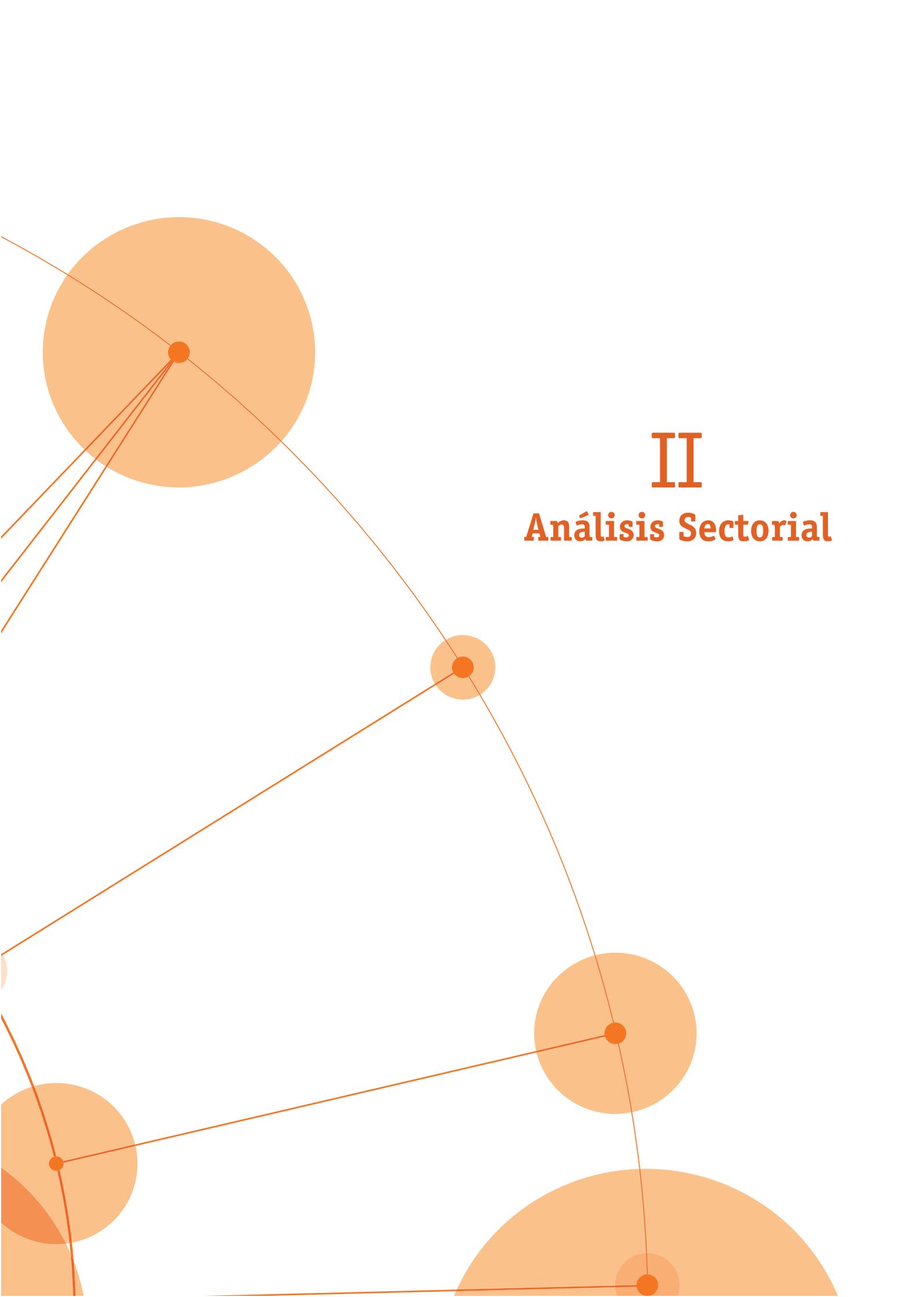
Lo mismo puede decirse de los fondos públicos norteamericanos. Las provincias y los Estados utilizan una variedad alta de enfoques de gobernanza y de inversión. Mediante el examen y la discusión de los resultados de estos enfoques, los legisladores y los beneficiarios de los fondos pueden aprender unos de otros cómo servir mejor a sus ciudadanos, actuales y futuros. Este conocimiento será esencial, ya que los Estados y las provincias tienen dificultades para pagar prestaciones de jubilación y sanidad, y cada vez más Estados y provincias consideran la creación de fondos soberanos que suavicen los ingresos públicos, estimulen la economía local y provean de recursos a las generaciones futuras.

³⁷ Katia Dmitrieva & Matthew Campbell, Bloomberg News, *How Canada's Pension Funds Changed Their Conservative Ways to Become Global Buyout Kings*, Fin. Post (Nov. 28, 2013, 7:32 AM), <http://business.financialpost.com/2013/11/28/how-canadas-pension-funds-changed-their-conservative-ways-to-become-global-buyout-kings/>.

³⁸ ONTARIO MUN. Emp't Ret. Sys., Enterprise Statement of Investment Policies and Procedures – Supplemental Plan 3 (2013), disponible en: http://www.omers.com/pdf/Supplemental_Plan_SIPP.pdf.

³⁹ *Id.* en 4.

⁴⁰ Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law* 1 (1993).

The image features a series of orange circles of varying sizes and thin orange lines connecting their centers. The largest circle is in the upper left, with several lines radiating from its center. A path of lines connects several other circles, moving from the top-left towards the bottom-right. The overall aesthetic is clean and modern, using a monochromatic orange color palette.

II

Análisis Sectorial



Victoria Barbary

Directora, Sovereign Wealth Center en Institutional Investor

Investigadora no residente, ESADE Center for Global Economy and Geopolitics (ESADEEgeo)

Inversión de los fondos soberanos en infraestructuras

7. Inversión de los fondos soberanos en infraestructuras

Introducción

Los fondos soberanos han invertido en infraestructuras durante más de 20 años, pero desde 2006 se ha acentuado su interés en el sector. Los fondos soberanos consideran que el perfil de los retornos de las inversiones en infraestructuras se ajusta bien a sus obligaciones a largo plazo y los objetivos de ahorro intergeneracionales. Además, la demanda inelástica de servicios de infraestructuras implica flujos de tesorería similares a los bonos, estables y cubiertos contra la inflación. Pero la cuestión más importante es que las características de riesgo-rentabilidad de las infraestructuras están concebidas como una fuente de diversificación de carteras, ya que esta clase de activos tiene, en principio, una baja correlación con los activos tradicionales: acciones y bonos.

Este capítulo aborda las estrategias de los fondos soberanos y sus inversiones en infraestructuras. El análisis excluye otros vehículos de inversión estatales y aquellos fondos soberanos creados para invertir exclusivamente a nivel nacional a fin de desarrollar la economía local. Estos fondos de desarrollo tienen que considerar toda una serie de condiciones además de los meros retornos financieros, como puede ser el bienestar de la ciudadanía y el desarrollo económico local¹.

Desafíos de los fondos soberanos en infraestructuras

Tradicionalmente, los fondos soberanos han ido adquiriendo experiencia en el sector de las infraestructuras a través de fondos de *private equity*. Pero a medida que se han convertido en jugadores con más experiencia en el sector se han dado cuenta de las deficiencias de este tipo de vehículo para la inversión en infraestructuras.

El principal problema de los fondos soberanos con respecto a la estructura de los fondos de *private equity* es el posible conflicto de intereses entre los inversores y los gestores de los fondos. El papel de los gestores es crear paquetes de activos en infraestructuras con niveles de riesgo y volatilidad compatibles con el estilo de los inversores institucionales, así como ofrecer un rendimiento adecuado dentro de sus horizontes de inversión. Pero en el *boom* de mediados de la primera década del siglo XXI, era habitual que los gestores aumentaran el apalancamiento y el número de activos de mayor riesgo en la cartera para incrementar el valor de sus opciones, en vez de dar prioridad a los intereses de sus inversores². Según un estudio realizado por el Banco Europeo de Inversiones, los inversores "se sintieron defraudados ya que pretendían obtener

ingresos estables y a largo plazo... pero acabaron teniendo fondos con elevado riesgo y apalancamiento"³. Esta preocupación agravó las presiones a la baja de los fondos soberanos sobre las comisiones de gestión, que muchos consideraban elevadas para el valor que los gestores aportaban a la cartera.

Los fondos soberanos también han destacado que existe una incoherencia entre la duración de diez años de la mayoría de los fondos de *private equity* en infraestructuras y los horizontes de rendimiento más amplios de algunos de los activos⁴. John McCarthy, director internacional de infraestructuras de ADIA, comentó al Sovereign Wealth Center de Institutional Investor: "Una de las ventajas de ser un inversor de largo plazo, que cuenta con obligaciones diferentes a las de los inversores más tradicionales, es la enorme flexibilidad que tiene para comprar y vender en el momento oportuno, no cuando se vean obligados a ello"⁵. La ventaja competitiva de los fondos soberanos en este sector se reduce cuando se disocia el tiempo de vida del fondo (de *private equity*) y el perfil de rendimiento de los activos; en estos casos, se limita su capacidad para extraer el máximo beneficio de los activos a lo largo del horizonte de inversión.

La alternativa obvia a invertir vía fondos de *private equity* es invertir directamente, lo cual confiere a los fondos soberanos un mayor nivel de control sin tener que pagar altas comisiones de gestión. Los fondos soberanos cada vez internalizan más la selección y gestión de infraestructuras. Tanto Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) como GIC invierten en infraestructuras directamente y a gran escala. La estrategia de ADIA en el sector (adquirir "participaciones minoritarias en capitales con socios fiables, especialmente en los mercados de países desarrollados"⁶) contrasta con la gestión de sus activos tradicionales, que habitualmente externaliza. Actualmente, ADIA tiene participaciones en el Aeropuerto de Londres-Gatwick, en el consorcio noruego de gasoductos Gassled, en Open Grid Europe, que explota unos 12.000 kilómetros de gasoductos en Alemania, y en tres puertos importantes de Australia.

Sin embargo, la inversión directa en infraestructuras conlleva otros muchos retos. Aunque los fondos soberanos pueden movilizar fácilmente suficientes recursos para invertir en grandes proyectos de infraestructuras, a nivel estratégico, deben tener en mente si sus responsabilidades, necesidades de liquidez y perfil de riesgo pueden soportar la concentración de carteras y el riesgo de falta de liquidez que comporta la adquisición de una participación grande (*big-ticket*) en un activo de infraestructuras. Una parte importante de esta decisión es la valoración de la tasa mínima de retorno: ¿Qué rendimiento necesita

¹ Walt Schubert, "Sovereign Wealth Funds and Dedicated Infrastructure Investment," *Journal of Applied Business and Economics* 12(6), pp.32-39 (2011).

² Para un análisis más exhaustivo de esta situación, véase Gordon Clark, Ashby HB Monk, Ryan Orr and William Scott, "The New Era of Infrastructure Investing", *Pensions: An International Journal*, 17, pp. 103-111 (mayo de 2012).

³ Georg Inderst, "Infrastructure as an Asset Class", *EIB Papers* 15(1), p.97 (2010).

⁴ Georg Inderst, "Infrastructure as an Asset Class", *EIB Papers* 15(1), p.97 (2010).

⁵ Victoria Barbary, "Building Bridges: Sovereign Wealth Fund Partnerships in Real Estate and Infrastructure Development Projects," *Institutional Investor's Sovereign Wealth Center*, 17 de marzo de 2014. <http://www.sovereignwealthcenter.com/Article/3320082/portfolio-strategy/Building-Bridges-Sovereign-Wealth-Fund-Partnerships-in-Real-Estate-and-Infrastructure-Development.html>

⁶ Autoridad de Inversiones de Abu Dabi, *2011 Review*.

generar una inversión para compensar estos factores? La mayoría de los fondos soberanos buscará un rendimiento interno de entre el 8 y el 9 por ciento, pero fuera del sector energético, dicho rendimiento es difícil de encontrar, especialmente a medida que las valoraciones de los activos de alta calidad aumentan con la competencia⁷.

A nivel práctico, los fondos soberanos necesitan tener la capacidad de atraer talento para convertirse en inversores en infraestructuras de primer nivel. GIC y ADIA tenían los recursos económicos y la reputación para formar un departamento con un amplio equipo de profesionales expertos desde que empezaron a invertir en infraestructuras en 2006 y 2007, respectivamente. Pero encontrar y fidelizar a las personas con las capacidades más adecuadas, a menudo con sueldos del sector público, puede resultar un reto. Asimismo, al intentar atraer talento, los fondos soberanos deben intentar no reproducir los principales problemas de agencia típicos de la gestión de activos, garantizando que los incentivos de los “managers” están en consonancia con los rendimientos esperados y objetivos de la organización.

A medida que la competencia se ha hecho más fuerte, los fondos soberanos han tenido más complicado el acceso a los activos. De 2006 a 2012 los fondos soberanos no tenían prácticamente competencia para invertir directamente en activos de infraestructuras en países desarrollados. Las barreras financieras de entrada (los proyectos de infraestructuras son muy costosos) implicaba que había un grupo relativamente pequeño de inversores que podían participar en este sector, especialmente, tras la crisis económica cuando los bancos de inversión que anteriormente controlaban la situación se retiraron para reducir sus balances contables y cumplir con los requisitos de Basilea III.

La situación cambió a lo largo de 2013. Con un rendimiento de bonos en mínimos históricos, otros inversores institucionales, como los fondos de pensiones (como hemos visto en el capítulo anterior) y los *endowments*, empezaron a invertir en infraestructuras en la búsqueda de mayores rendimientos a largo plazo, uniformes y de bajo riesgo. Los fondos soberanos también empezaron a hacer frente a la competencia procedente de empresas del sector. Muchas empresas han acumulado importantes volúmenes de tesorería desde el comienzo de la crisis financiera, dada la dificultad para encontrar oportunidades de inversión atractivas, y ahora buscan invertir este capital. Como consecuencia de todos estos factores, la inversión directa de los fondos soberanos en infraestructuras en el extranjero se ha reducido a más de la mitad, de 7.500 millones de dólares en 2012 a 3.000 millones en 2013.

La competencia, cada vez mayor, ha hecho que las valoraciones hayan aumentado. En abril de 2014, un consorcio liderado por el operador australiano de autopistas de peaje Transurban Group, del

que también formaba parte ADIA, acordó adquirir Queensland Motorways, que explota menos de 65 kilómetros de autopistas de peaje en el Estado australiano. La venta de la empresa por parte del gobierno de Queensland atrajo licitaciones de cuatro consorcios, cada uno de los cuales contaba con el respaldo de un fondo soberano, lo cual disparó el precio. Finalmente, el consorcio Transurban acordó pagar 7.050 millones de dólares australianos (6.550 millones de dólares estadounidenses) por la empresa (28 veces su EBITDA)⁸.

La experiencia de Kuwait Investment Authority (KIA) muestra bien los retos a los que los fondos soberanos hacen frente cuando invierten directamente en infraestructuras. En abril de 2013, el fondo constituyó una nueva sociedad radicada en Londres, Wren House Infrastructure Management, para invertir directamente en infraestructuras. KIA contrató para Wren House a dos antiguos banqueros de inversión del Bank of America Merrill Lynch: Hakim Drissi-Kaitouni, como jefe de la nueva filial, y Marc Keller, como asociado.

Aunque contrató talento de gran nivel, el fondo kuwaití aún no ha realizado ninguna inversión directa. Se asoció con fondos de pensiones en dos adquisiciones fallidas para comprar activos cotizados y sacarlos de cotización (*public-to-private buyout*): una, la empresa londinense de abastecimiento de agua Severn Trent y, otra, la Sydney Airport Holdings. También ha perdido contra sus compañeros regionales en dos importantes operaciones en Australia en 2014. Los grupos de inversión respaldados por KIA han perdido contra el consorcio respaldado por el Abu Dhabi Investment Council por las gasolineras y refinerías de petróleo de Royal Dutch Shell y contra el consorcio liderado por Transurban, financiado en parte por ADIA, con respecto a Queensland Motorways⁹, como hemos comentado.

Los fondos soberanos también afrontan retos relacionados con los activos que adquieren vía inversiones directas. Existen muchas oportunidades interesantes de inversión en infraestructuras a largo plazo en mercados emergentes, por ejemplo, en el África subsahariana, donde hay una importante escasez de infraestructuras, rápido crecimiento económico, rápida urbanización y una población cada vez mayor y más acomodada. Estas oportunidades tienen fundamentales fuertes pero requieren conocimiento y contactos a nivel local para gestionar la burocracia, las cuestiones legales y las redes políticas del país en cuestión. Para muchos fondos soberanos, estas oportunidades siguen estando fuera de su alcance sin la ayuda de expertos locales.

⁷ Edward Russell-Walling, “Infrastructure Goes Down the Capital Markets Road,” *Financial News*, 13 de enero de 2014.

⁸ Brett Cole, “Transurban group to pay \$7.05bn for Qld Motorways,” *The Australian*, 23 de abril de 2014.

⁹ Institutional Investor’s Sovereign Wealth Center, *Prisoners of Fortune: Sovereign Wealth Fund Investment Trends in 2013*. <http://www.sovereignwealthcenter.com/quarterly-reports.html>

7. Inversión de los fondos soberanos en infraestructuras

En algunos mercados desarrollados también hay otras barreras para acceder, en concreto, en sectores de infraestructuras más estratégicos, como las telecomunicaciones, en las que no son bien acogidos los inversores públicos directos de otro país. Por ejemplo, en EE.UU., se le ha pedido al China Investment Corporation (CIC) que “tenga a bien invertir en otro lugar, aunque la inversión represente solamente una pequeña participación en un activo de infraestructuras”, según afirmó Gao Xiqing, antiguo vicepresidente y presidente de CIC, en su discurso en el Economic Club de Nueva York en 2012.

En estos casos, si los fondos soberanos quisieran entrar en estos mercados, la mejor solución suele ser que se haga a través de fondos gestionados por terceros. Los datos del Sovereign Wealth Center fundamentan la hipótesis de que los fondos soberanos tienden a entrar en el mercado estadounidense de infraestructuras a través de fondos gestionados externamente: desde 2006, el 36 % de todas las asignaciones de fondos soberanos a gestores de infraestructuras era para desarrollar estrategias centradas en EE.UU., en contraste con el 11% de Europa.

No obstante, los fondos soberanos no tienen que elegir únicamente entre fondos de *private equity* e inversiones directas. Dado que el mercado de infraestructuras se hizo más exigente durante el año pasado, algunos fondos soberanos han empezado a cambiar la forma en la que invierten en infraestructura. En vez de adjudicar simplemente mandatos o suscribir vehículos de inversión combinados, están creando asociaciones estratégicas con socios comerciales.

Las asociaciones en el sector de las infraestructuras son ventajosas para ambas partes, ya que permiten que los fondos soberanos aprovechen la experiencia del gestor mientras que el socio comercial cuenta con una financiación garantizada durante el periodo de la inversión. Pero la mayor ventaja de este acuerdo quizá sea que ayuda a armonizar intereses, por lo que se reduce de esta forma la tensión sobre los acuerdos de comisiones. En una asociación, el gestor normalmente suscribirá una importante parte del capital; por ejemplo, en el caso de Goodman Japan Development Partnership, una asociación entre Goodman Group (un inversor, desarrollador y gestor de propiedad industrial con sede en Sidney) y el fondo soberano Abu Dhabi Investment Council; cada parte suscribió 400 millones de dólares en capital¹⁰.

Las asociaciones también ofrecen a los fondos soberanos una mayor transparencia y control sobre los activos que forman parte de la cartera y sobre la forma en la que se gestionan. La visibilidad disipa las preocupaciones sobre la parte de los fondos soberanos, garantizando

que solamente los activos con los que se sienten cómodos formarán parte de su cartera. Esta transparencia permite que el fondo gestione el riesgo de las inversiones de las asociaciones en relación con el resto de su cartera de una manera más efectiva, por lo que se garantiza que los riesgos no se concentran en un único sector o ámbito, por ejemplo¹¹.

Otro modo para aumentar la transparencia y reducir la carga de las comisiones es crear asociaciones de co-inversión. Por ejemplo, el Alaska Permanent Fund, el fondo estadounidense de ahorro petrolero, ha creado un programa de co-inversión en infraestructuras, Global Infrastructure Partners (GIP), con sede en Nueva York. En 2013, el fondo realizó su primera co-inversión junto con GIP cuando los dos inversores adquirieron el 35 % de Terminal Investment, con sede en los Países Bajos, que invierte y explota terminales de contenedores por todo el mundo.

No obstante, tales asociaciones y acuerdos de co-inversión no son aptos para todos los fondos soberanos. Existen fondos que premian los activos líquidos, dado el perfil de sus obligaciones, o aquellos que tienen una prohibición para invertir en activos no cotizados, como en el caso del fondo soberano noruego, el Government Pension Fund Global. En estos casos, los fondos soberanos pueden optar entre invertir en fondos de infraestructuras que cotizan en bolsa, que incluyen fondos de inversión y fondos cotizados, o en empresas de infraestructuras que coticen en bolsa. El capital en empresas que operan en el sector de las infraestructuras parece tener una cierta estabilidad en comparación con otras clases de activos más importantes,¹² y ofrecen a los fondos soberanos una participación a medida y directa en una infraestructura.

Sin embargo, las participaciones en empresas de infraestructuras que cotizan en bolsa también conllevan una serie de riesgos. Desde la crisis económica han aumentado las correlaciones entre clases de activos. Los analistas consideraban que las infraestructuras habían escapado de esta convergencia, pero estudios realizados por Credit Suisse (Zúrich) y la Universidad de Ratisbona (Alemania) demuestran que, aunque el sector de las infraestructuras es un activo importante para la diversificación de carteras, especialmente en las de riesgo medio y bajo, como las de muchos fondos soberanos¹³, cuenta con una correlación positiva alta con acciones de gran capitalización (*large-cap*)¹⁴. Esto hace que una inversión sea menos interesante cuando una cierta proporción de todos los activos ya está invertida en *large-caps*, como ocurre con muchos fondos soberanos.

¹⁰ Victoria Barbary, “Building Bridges: Sovereign Wealth Fund Partnerships in Real Estate and Infrastructure Development Projects,” *Institutional Investor’s Sovereign Wealth Center*, 17 de marzo de 2014.

¹¹ Para más información, véase Elizabeth Pfeuti, “Escaping the Establishment”, *aiCIO*, abril de 2014.

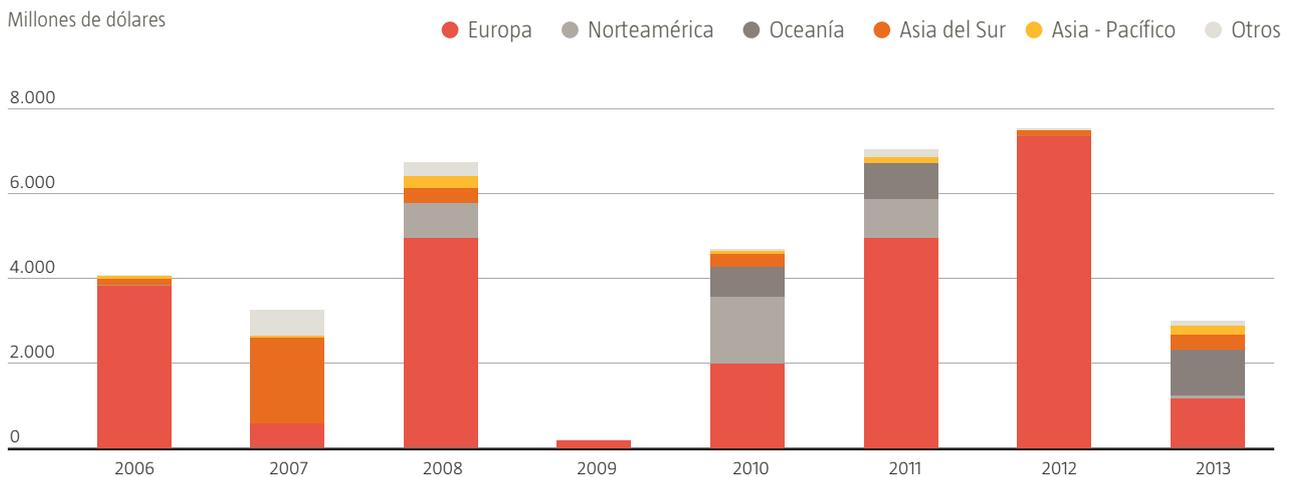
¹² Véase, por ejemplo, LPX Group’s NMX Infrastructure index funds, <http://www.lpx-group.com/nmx/36-month-chart/indices/nmx-composite.html>

¹³ Véase, por ejemplo, David Russ, Yogi Thambiah y Nicolo Foscari, “Can Infrastructure Investing Enhance Portfolio Efficiency?” *Credit Suisse White Paper*, mayo de 2010.

¹⁴ Tobias Dechant, Konrad Finkenzerler, “The Role of Infrastructure Investments in a Multi-Asset Portfolio – Answers from Dynamic Asset Allocation”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1992520 (2012)

Gráfico 1

Inversión extranjera directa por región de los fondos soberanos en infraestructuras en el período (2006-2013)



Fuente: Sovereign Wealth Center (2014).

Por último, dado el voraz apetito de los inversores durante todo el ciclo de vida de las infraestructuras, los fondos soberanos han mostrado recientemente un interés en deuda de infraestructuras. Dado que los bancos de inversión se han visto obligados a retirarse de importantes proyectos de financiación para cumplir con las normas de Basilea III, el sector de las infraestructuras ha empezado a explotar los mercados de capital en busca de financiación. El Sovereign Wealth Center ha observado que los fondos soberanos adquieren obligaciones en infraestructuras, suscriben créditos directamente e invierten en fondos de deuda en infraestructuras. La deuda de las infraestructuras tiene la ventaja de que ofrece un cupón continuo y permite a los fondos soberanos ganar exposición a los activos en el momento adecuado del proyecto. Los activos de deuda se están estructurando de modo que se distinga el periodo de construcción, de mayor riesgo y rendimiento de un activo, del periodo de explotación de flujos de tesorería, que tienen un plazo mayor, son más seguros y ofrecen rendimientos más reducidos. Estas innovadoras estructuras ofrecen una participación en el activo a la medida de los fondos soberanos y ofrecen un cierto grado de liquidez a la inversión¹⁵.

Tendencias de la inversión de los fondos soberanos en infraestructuras (desde 2006 hasta la actualidad)

Desde 2006, a excepción del año 2007, las inversiones en infraestructuras de los fondos soberanos se han dirigido hacia los mercados europeos. Entre 2006 y 2013, Europa representó el 68 por ciento de toda la inversión extranjera directa de los fondos soberanos en infraestructuras, un total de 25.000 millones de dólares. Europa ha sido un mercado de infraestructuras atractivo para los fondos soberanos, gracias a la fortaleza y estabilidad de sus sistemas normativos. En particular, los fondos soberanos favorecieron al Reino Unido, con su mercado privatizado. Los fondos soberanos cuentan con acciones en Kemble Water Holdings, con sede en Reading y propietaria de Thames Water, que presta servicio en Londres y en el sudeste de Inglaterra; en el aeropuerto de Londres-Gatwick y en el operador de puertos Associated British Ports. Sin embargo, el Reino Unido está perdiendo su fuerza, ya que el gobierno ha modificado el marco regulador de abastecimiento de agua, y el Partido Laborista de la oposición ha propuesto que se congelen los precios de la electricidad británica hasta 2017. Dada esta nueva incertidumbre regulatoria, los fondos soberanos han mostrado cautela. Por ejemplo, Leo de Bever, anterior director general de Alberta Investment Management Corporation (AIMCo), que gestiona el fondo soberano y los fondos de pensiones de la provincia canadiense, mostró su desconfianza para invertir en

¹⁵ Edward Russell-Walling, "Infrastructure Goes Down the Capital Markets Road", *Financial News*, 13 de enero de 2014.

7. Inversión de los fondos soberanos en infraestructuras

infraestructuras del Reino Unido, porque cree que los reguladores británicos son menos coherentes que hace cinco años.

En Europa continental, en la que hay monopolios de infraestructuras más nacionalizados, las inversiones de los fondos soberanos tienden a hacerse en empresas cotizadas. Así ocurrió con la compra en 2010 del 5% de la compañía eléctrica Veolia Environnement, con sede en París, por parte de Qatar Investment Authority (QIA), a través de brazo inmobiliario, Qatari Diar. Australia también ha sido objetivo de los fondos soberanos, con inversiones en puertos y autopistas de peaje tanto directamente como a través de fondos no cotizados.

La cautela de los fondos soberanos con respecto a las infraestructuras ha sido evidente en sus inversiones en mercados emergentes, en los que han tendido a invertir en empresas europeas con una importante presencia en estos mercados. Por ejemplo, QIA ha invertido en la compañía eléctrica española Iberdrola y en la distribuidora portuguesa Energias de Portugal, no por la posición de estas empresas en Europa, sino porque ambas generan importantes ingresos en Latinoamérica¹⁶.

La única excepción a esta tendencia se produjo en 2007, cuando todas las inversiones en infraestructuras se dirigieron a mercados emergentes. Incluso entonces, los actores más grandes concentraban las operaciones. Las inversiones más importantes de ese año incluyen los 2.000 millones de dólares de Temasek Holdings, de Singapur, en el proveedor de telecomunicaciones indio Bharti Airtel, y la inversión de KIA en el operador de aeropuertos turco Havalimanlari Holding.

Sin embargo, recientemente los fondos soberanos han vuelto a mostrar interés en las infraestructuras de los mercados emergentes. El año pasado, la proporción de inversiones directas de los fondos soberanos en infraestructuras de países emergentes llegó al 23,3% (700 millones de dólares) del total del sector, en comparación con el 2,6% (196 millones) del año anterior. Latinoamérica, donde los sistemas regulatorios son considerados relativamente estables y transparentes, y cuenta con una competencia menos intensa, ha sido una región particularmente atractiva. Por ejemplo, Temasek invirtió casi 70 millones de dólares en el operador de cauces navegables Hidrovías do Brasil junto con AIMCo y P2 Brazil Infrastructure Fund, gestionado por la empresa local P2Brasil en 2012; el año siguiente, el otro fondo de Singapur, GIC, inyectó 300 millones de reales brasileños (135 millones de dólares) en Agea Saneamento, la unidad de gestión de aguas residuales de la empresa de saneamiento local Grupo Equipav.

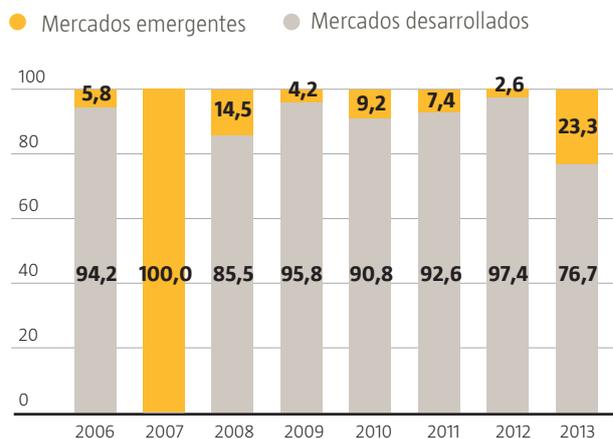
Los fondos soberanos parecen ser razonablemente oportunistas en lo que respecta a los sectores de infraestructuras en los que invierten. Desde 2006, los fondos han invertido en conjunto 9.100 millones de dólares en puertos y aeropuertos en todo el mundo, 7.000 millones en suministro de aguas (principalmente en el Reino Unido), 5.500 millones en redes de distribución eléctrica, 4.000 millones en empresas productoras de energía y 3.500 millones tanto en gasoductos como en transportes, tales como autopistas de peaje y ferrocarriles.

La amplitud del espectro de intereses puede deberse al hecho de que la mayoría de los activos en infraestructuras se venden mediante un proceso de licitaciones competitivo. Dado que la competencia ha aumentado, la probabilidad de que los fondos soberanos ganen los activos por los que licitan, es menor. El resultado de esta mayor competencia es que los fondos soberanos deben dirigirse a un abanico más amplio de activos para conseguir la exposición que quieren y tienen menos control sobre los activos que ganan.

Gráfico 2

Inversión extranjera directa de los fondos soberanos en infraestructuras: Mercados desarrollados Vs Mercados emergentes

En porcentaje

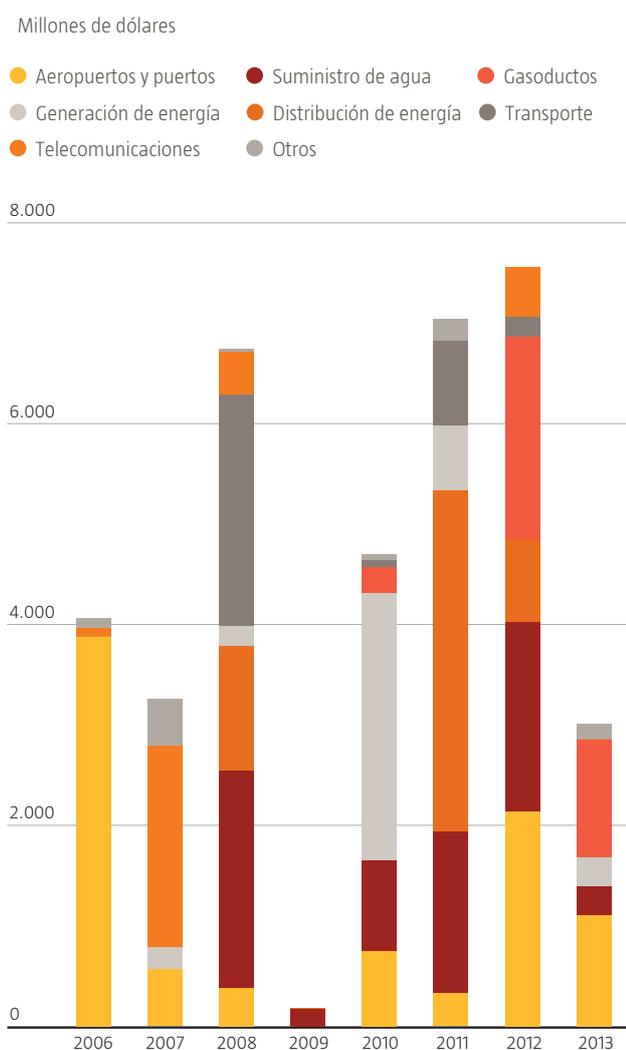


Fuente: Sovereign Wealth Center (2014).

¹⁶ Véase Javier Santiso "Sovereign Wealth Funds in Spain and Latin America" en ESADegeo Sovereign Wealth Funds Report 2013 y "Sovereign Wealth Funds and Spain: (re) thinking opportunities" en ESADegeo Sovereign Wealth Funds Report 2012.

Gráfico 3

Inversión extranjera directa por sector de los fondos soberanos en el período 2006-2013



Fuente: Sovereign Wealth Center (2014).

Las telecomunicaciones, es el único sector que no está suficientemente representado en las inversiones directas en infraestructuras de los fondos soberanos. Los fondos soberanos se fijaron en este sector, especialmente en los mercados emergentes antes de la crisis económica, cuando despegaba la telefonía móvil en África y Asia. Sin embargo, la competencia cada vez mayor en las economías emergentes y la consolidación en los mercados desarrollados, ha hecho que los operadores comerciales recurran más a fusiones y adquisiciones estratégicas. Este hecho ha provocado que el sector teleco sea un sector complicado para los fondos soberanos. Esto no quiere decir que no muestren un interés. Así, en abril de 2014, GIC se unió a un consorcio que planeaba comprometer un total de 2.850 millones de euros (3.900 millones de dólares) para respaldar una oferta de la parisina Bouygues Telecom por SFR, del conglomerado francés Vivendi. Un mes después, Temasek lideró una ronda de financiación realizada por Virgin Mobile Latin America, que explota redes de telecomunicaciones móviles en Chile y Colombia y pretende expandirse a México y Brasil.

7. Inversión de los fondos soberanos en infraestructuras

Tabla 1

Las mayores inversiones directas de los fondos soberanos desde 2006

Fondo	Inversión	País	Sector	Año	Valor (millones de dólares)
Qatar Investment Authority	Iberdrola	España	Distribución eléctrica	2011	2.811
GIC	Heathrow Airport Holdings	Reino Unido	Puertos y aeropuertos	2006	2.389
Temasek Holdings	Bharti Airtel	India	Telecomunicaciones	2007	2.000
GIC	Kelda Group	Reino Unido	Suministro de aguas	2008	1.985
Abu Dhabi Investment Authority	Thames Water	Reino Unido	Suministro de aguas	2011	1.608
China Investment Corp.	AES Corp.	EE.UU.	Distribución eléctrica	2010	1.581
GIC	Associated British Ports Holdings	Reino Unido	Puertos y aeropuertos	2006	1.437
Qatar Investment Authority	Heathrow Airport Holdings	Reino Unido	Transportes	2012	1.413
China Investment Corp.	Thames Water	Reino Unido	Suministro de aguas	2012	1.349
GIC	Sintonia	Italia	Transportes	2008	1.343
GIC	Transport et Infrastructures Gaz France	Francia	Gasoductos	2013	1.086
Abu Dhabi Investment Authority	Gassled	Noruega	Gasoductos	2012	1.085
Abu Dhabi Investment Authority	Port Kembla, Port Botany	Australia	Puertos y aeropuertos	2013	1.065

Fuente: Sovereign Wealth Center (2014).

Conclusiones

Durante los últimos ocho años, los fondos soberanos han invertido de manera más inteligente en infraestructuras dado que la competitividad en el sector ha aumentado. Esta situación ha hecho que cambien la forma en la que acceden al sector. Aunque algunos fondos soberanos consolidados han conseguido crear equipos internos de infraestructuras, otros han intentado o han decidido no seguir por este camino. Por su parte, algunos fondos soberanos han creado asociaciones con inversores comerciales que les permiten tener acceso a mercados y sectores donde hay una competencia menor, gracias a la experiencia de sus socios.

Aunque el interés de los fondos soberanos por las infraestructuras está aumentando, cada vez es más complicado recurrir y adquirir activos con un perfil atractivo de riesgo/rendimiento a un precio aceptable, lo cual ha dado lugar a una caída en la inversión directa de los fondos soberanos en este sector en 2013.

Como resultado, es posible que cada vez más fondos soberanos vuelvan a recurrir a los gestores de activos (aunque con un elevado nivel de transparencia y control sobre la cartera) o a las empresas cotizadas de infraestructuras para conseguir activos en regiones más complejas pero menos competitivas que Europa.



Xavier Reig
CEO y Cofundador, Black Capital

Fondos soberanos y real estate: El despertar de España

8. Fondos soberanos y real estate: El despertar de España

En el informe anterior explicábamos que en el mercado inmobiliario español sobraba timidez y faltaba liquidez dado que los inversores internacionales estaban haciendo ofertas por debajo de las expectativas de los vendedores. También mencionábamos que era necesario que el mercado hiciese un “click” es decir, que hubiese una serie de operaciones consecutivas por parte de actores de referencia que diese confianza estableciendo un precio de mercado creíble.

Pues bien, el “click” sucedió, la timidez desapareció y la liquidez salió a escena. Desde que cerramos la redacción del informe anterior en junio del 2013 y hasta el momento, julio del 2014, el mercado inmobiliario español se ha convertido en una referencia internacional.

Como resultado, la Península Ibérica se ha visto sacudida por una primera oleada de inversores, en su mayoría oportunistas, tomando posiciones en las dos plazas principales, Barcelona y Madrid, sumando en 2013 un total de 6.632 millones de euros¹ y representando un 32% del montante multisectorial invertido en España. Estas cantidades triplican los 2.100 millones de euros invertidos en el sector en 2012 que mencionábamos en nuestro último informe.

Este despertar tan efervescente ha sido provocado por un nuevo clima de confianza, al que se ha unido la situación de *distress* y exceso de los diversos actores que explicaremos a continuación. Todo ello potenciado por el deseo de volver al campo de juego después de 5 años de parálisis del sector.

Así, por el lado vendedor, tenemos el siguiente panorama: la empresa privada con necesidad imperativa de reducir pasivo para sanear sus balances; la banca con la obligación de provisionar la disminución de valor de los activos en sus libros; las administraciones públicas necesitadas de liquidez para pagar las nóminas y obligaciones y, finalmente, el llamado banco malo, la SAREB², con más de 50.781 millones³ de euros en activos, con el objetivo de desprenderse de alrededor del 45% en los próximos 5 ejercicios. Por el lado comprador, nos encontramos principalmente con inversores internacionales, que cuentan con abundancia de liquidez y están “hambrientos” por lanzarse a un mercado español, con unas dimensiones y circunstancias muy propicias.

Durante la primera oleada inversora, los fundamentales del mercado y, principalmente, el ratio de ocupación y la presión sobre el precio de renta, aún se encontraban en estado crítico sin signos de recuperación. Además, las inversiones respondían más a expectativas basadas en la euforia europea, junto con un aumento de liquidez. Ahora, el escenario es significativamente diferente. Los fundamentales no han cambiado, es cierto, pero tanto la dinámica

como las expectativas negativas están desapareciendo en su mayoría e incluso se están dando los primeros brotes verdes en zonas y productos muy concretos. Como ejemplo, los leves repuntes de los niveles de renta⁴ en el mercado de oficinas en los distritos de negocio de Barcelona y Madrid durante este inicio del 2014, permiten consolidar un nuevo precio alrededor de 15€/m² y 23€/m², respectivamente, después de una corrección continua de hasta el 40% desde 2007. Son solo pequeños repuntes en un mercado completamente polarizado hasta la fecha, pero allí está el verde.

El mejor ejemplo para ilustrar la nueva situación del mercado de inversión inmobiliaria lo encontramos en Barcelona, con una de las operaciones que dio el “click” al mercado. El gobierno catalán adjudicó en subasta un lote de 13 edificios⁵ en junio del 2013 que ampliaron la cartera de AXA Real Estate en 174 millones de euros, resultando una rentabilidad del 9,5%. Pues bien, 12 meses más tarde, el grupo asegurador Zürich se ha llevado en una segunda subasta un nuevo lote por 201 millones de euros pero, en este caso, la rentabilidad ha descendido hasta el 6,5%, dada la mayor concurrencia de ofertantes.

Avanzábamos en el informe anterior que las mayores oportunidades se encontraban en la transformación de activos y, en el caso que nos ocupa, buscando el potencial que ofrece el turismo de lujo. Ahora mismo existen tres proyectos estrella para aumentar la oferta en el segmento *high-end* con edificios icónicos en Madrid y Barcelona. En primer lugar, el Edificio España en Madrid, vendido al grupo chino Dailan Wanda por 265 millones de euros por el Santander y que será transformado en 300 apartamentos de lujo, un centro comercial y un hotel. En segundo lugar, la Torre Agbar en Barcelona, comprado por 150 millones de euros y que se convertirá en un hotel Gran Hyatt. Y finalmente, la torre del Deutsche Bank, también en la ciudad condal, adquirida por 90 millones de euros y que se convertirá en un Four Seasons. Ambas operaciones en la capital catalana articuladas a través de un fondo local.

En Barcelona, el grueso de operaciones tiene como fin el sector hotelero. Este producto recibió inversión por valor de 511 millones de euros en 2013, frente a los 303 millones⁶ de inversión en oficinas. No se debe olvidar una vez más el creciente atractivo turístico de la ciudad. En 2013, la visitaron 7,5 millones de turistas y, a pesar del aumento de plazas hoteleras con 77 hoteles nuevos desde 2008, el ratio de ocupación ha crecido año tras año hasta el 75%. En el caso de las oficinas, la limitada oferta de producto de calidad en la zona centro está disparando los precios y desplazando interés hacia otras zonas como el distrito tecnológico 22@.

El caso de Madrid es completamente diferente. Las oficinas han acaparado la mayor parte de las inversiones: 488 millones de

¹ Véase Expansión, 2 de enero de 2014.

² SAREB - Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria.

³ Datos de la Sareb (valorados a precio de transferencia)

⁴ Véase Aguirre Newman, IMAN - Spanish Real Estate Market, 13-14.

⁵ Superficie alquilable: 105.000 M²

⁶ Fuente: Jones Lang Lasalle

euros, que representan un 70 % de los 697 millones de euros invertidos entre las dos ciudades durante el primer semestre de 2014. Al fin y al cabo Madrid es Madrid, la capital política y financiera. Actualmente dispone de un parque prácticamente obsoleto en la zona centro que necesita ser renovado a la espera de que la bonanza económica vuelva a presionar sobre las castigadas tasas de disponibilidad y las rentas. El potencial de recuperación de las rentas de alquiler son las que motivan el apetito inversor, que espera revalorizaciones del 15 al 20% en los próximos 3-4 años.

También debemos mencionar los centros comerciales que, sin sentir el resurgir del consumo, también han notado el cambio de expectativas. La necesidad de desinversión de varios fondos, como British Land y Vastned, han propiciado un gran número de operaciones este primer cuatrimestre de 2014, sumando un total de 1.423 millones de euros, superando en 4 meses todo el 2013. La mayor operación en centros comerciales en el presente ejercicio ha sido la compra del centro comercial Diagonal Mar en Barcelona por Northwood Investors, por una cifra estimada de 150 millones de euros pagada a NAMA, el homólogo de la SAREB española en Irlanda. El propietario anterior pagó por él 300 millones de euros en el año 2007. Las rentabilidades ofrecidas por un activo prime en el primer cuatrimestre del 2014 han sido alrededor del 6.5%.

El producto "logístico" también está siendo bendecido por la fiebre inversora aunque aún se encuentra en sus inicios. Sin duda será el siguiente en ser agitado, por lógica de mercado si hay expectativas de aumento de consumo y, por lo tanto, de incremento de actividad económica. En 2013 alcanzó los 98 millones entre las dos ciudades principales, el doble que en 2012. La mayor operación en el pasado ejercicio la realizó el fondo americano Blackstone comprando diversos activos en Madrid y Barcelona por 47 millones de euros, ampliándola en este 2014 al adquirir una cartera europea que incluía 4 plataformas logísticas en la Península.

Como ha sucedido en Europa, la banca española también se ha visto obligada a iniciar un desapalancamiento del sector. Se han producido un sinnúmero de operaciones de venta de paquetes de deuda hipotecaria, plataformas de gestión inmobiliaria, además del resto de activos. El fondo americano oportunista Lone Star fue de los primeros en aparecer en escena en febrero del 2013 con la compra de los créditos inmobiliarios fallidos del Banco Santander por 200 millones de euros. También ha sido uno de los fondos estrella este 2014 con la adjudicación junto con JP Morgan, de la cartera inmobiliaria de Commerzbank, la llamada EuroHypo, por un grueso de 3.500 millones de euros. A éste le ha seguido Blackstone, vencedor en el concurso del ente público FROB de la cartera de 6.375 millones de euros de hipotecas tóxicas de Catalunya Banc correspondientes a 40.000 inmuebles, por los que el fondo desembolsará unos 3.500 millones de euros.

Una de las reformas fiscales más importantes tomadas por el ejecutivo español está siendo clave para catalizar parte de la inversión en el sector. Hablamos de las nuevas REIT españolas, llamadas SOCIMIS, creadas en el 2009 y que desde la última modificación⁷, cuentan entre otros beneficios fiscales con una tributación al 0% y se están convirtiendo en una pieza muy importante para oxigenar el sector.

Precisamente, a través de una SOCIMI, George Soros, uno de los inversores internacionales con más experiencia en nuestro mercado, ha vuelto al tablero de juego, convirtiéndose con 92 millones de euros en uno de los inversores de referencia de la socimi Hispania mediante su vehículo Quantum Fund. Hispania, junto con la participación de otros inversores internacionales, se lanzó al parqué bursátil en marzo de 2014 para alcanzar una capitalización total de 500 millones de euros. La sociedad está controlada al 100% por la gestora de activos nacional Azora y tiene como objetivo la inversión en activos de alta calidad y, si es posible, fuera de mercado.

El caso de la socimi Hispania no es único. En el primer semestre de 2014 han salido a bolsa 6 sociedades de este perfil. La mayor de ellas Merlin Properties, con una capitalización final de 1.250 millones de euros, está participada por UBS (11.5%) y Goldman Sachs (6%). Como en el caso anterior, la gestión también la lleva un socio español, Magic Real Estate. Su primera adquisición ha sido la compra de las 880 oficinas del banco BBVA por 740 millones de euros. Los restantes 510 se dedicarán a la inversión en producto terciario, oficinas y logístico.

Los fondos soberanos no han sido ajenos a todo este movimiento pero han centrado sus esfuerzos de inversión directa en operaciones muy concretas hasta la fecha. Por un lado los fondos más personalistas árabes y, por otro, los fondos de pensiones canadienses han sido los más activos en los últimos meses.

Cerramos el informe del 2013 con la compra del hotel W de Barcelona por Qatari Diar que, sin lugar a dudas, fue uno de los detonantes del "click" en el mercado de inversión junto con la subasta citada anteriormente. La siguiente operación por parte de un fondo gubernamental fue la compra por parte del fondo de pensiones canadiense CPPIB junto al líder en *retail* en el Reino Unido, Intu Properties, del centro comercial Parque Príncipe en Oviedo, en octubre de 2013 por 162 millones de euros. La rentabilidad esperada de los nuevos propietarios es del 7,2%. Se trata de un activo de gran calidad, en el que el fondo canadiense ha servido de pulmón financiero para la británica con un *equity* en la operación de 40 millones de euros.

⁷ Ley 16/2012, en vigor desde el 1 de enero de 2013.

8. Fondos soberanos y real estate: El despertar de España

En el siguiente caso el protagonista fue el fondo IPIC del emirato de Abu Dhabi con la toma, en noviembre de 2013, de una opción de compra hasta el 2016 por 450 millones de euros de la Torre Foster en Madrid perteneciente a la banca nacionalizada Bankia. Este derecho ha sido consecuencia del arriendo reciente de Bankia de la práctica totalidad de la Torre Foster a Cepsa, petrolera española perteneciente al fondo del emirato.

Si finalmente se ejecuta la opción de compra, el activo podría terminar en el portfolio de la empresa Aabar Properties, subsidiaria de IPIC con proyectos inmobiliarios en su mercado doméstico además de Jordania y Nueva York. Otra opción sería el traspaso del activo al fondo soberano madre del emirato, ADIA, presente ya en nuestro mercado con diferentes activos de oficinas y comercial.

Este activo, dada su absoluta singularidad y su total desocupación previa al contrato con Cepsa, solo podía ser adquirido por un fondo soberano que primase el muy largo plazo o bien razones emocionales por encima de los criterios de mercado; ningún otro fondo, ya sea público o privado, que deba dar explicaciones a un consejo de administración se lo habría podido permitir. En cualquier caso, la necesidad de su subsidiaria española Cepsa ha propiciado la oportunidad para ampliar la cartera del fondo soberano.

Qatar volvió a salir a escena en enero del 2014, en primer lugar comprando el hotel Renaissance en Barcelona por 78,5 millones de euros a la cadena Marriot. La operación se articuló a través del brazo inversor QAFIP (Qatar Armed Forces Investment Portfolio) mediante un desembolso de 44 millones de euros y el traspaso de unas obligaciones valoradas en 33 millones de euros. La venta incluía para Marriot un contrato a largo plazo para seguir operando el hotel. QAFIP es junto con QIA uno de los fundadores e inversores actuales del principal banco islámico qatarí, el Masraf Al Rayan.

La segunda operación del año la realizó la nueva marca de división hotelera de Qatar Holding, Katara Hospitality⁸, con la compra de una cartera de 5 activos hoteleros europeos que incluía el hotel Intercontinental en Madrid valorado en 70 millones de euros, y que pertenecía a un ex directivo de la también empresa pública-estatal de Qatari Diar, Barwa Real Estate, ambas explicadas ampliamente en el informe ESADEgeo del año 2013.

Pero sin duda la operación más significativa fue la toma de posición de Qatar como segundo accionista en la cotizada Colonial. La compañía patrimonialista española con 5.300 millones de euros en activos inmobiliarios en Barcelona, Madrid y París ha sido un fiel reflejo de la salud del sector. El hecho de que en este 2014 fondos

internacionales vuelvan a apostar por ella, es la mejor señal de credibilidad en la recuperación de la economía.

El emirato catari entró en Colonial a principios de abril de 2013 con un paquete accionario del 3,7%, que aumentó hasta el 13,1% antes de finalizar el mes al reafirmar su posición acudiendo a la ampliación de capital de 1.200 millones de euros. La ampliación fue realizada por la compañía española con el fin de reestructurar su pasivo, reduciéndolo a 1.000 millones de euros. La emisión de deuda también atrajo la atención de otros fondos soberanos, como GIC de Singapur, que suscribieron un 16%. Continuando con Qatar, su apuesta por Colonial ha sido doble. Colonial controla el 53% de la SIIC (REIT) francesa SFL, en cuyo capital entró el fondo soberano qatarí durante el mismo mes de abril alcanzando un total del 22% del accionariado. En ambos casos el emirato se ha valido de su vehículo de inversión Qatar Holding además de DIC Holding para alcanzar sus objetivos.

La última operación pública la ha realizado el fondo de pensiones canadiense PSP, junto a la española Drago Capital, con la compra del complejo comercial y de oficinas Castellana 200 en Madrid, en el primer semestre de 2014. El fondo canadiense ya estaba presente en nuestro mercado desde 2011, cuando participó en la venta de la llamada "cartera Prisa" con tres edificios en Barcelona y Madrid⁹, uno de los cuales fue vendido el ejercicio pasado.

Los fondos soberanos han podido ser participes de más operaciones durante este periodo, dado que en muchas ocasiones se esconden bajo vehículos pantalla de otros fondos o gestoras, tanto para acceder a la operación sin subir el precio como por el simple deseo de evitar la publicidad.

También cabe mencionar que los fondos soberanos no encajan en el perfil de "fondo buitre" de las mayores operaciones que se han realizado hasta la fecha, especialmente aquellas relacionadas con activos "tóxicos". Por otra parte, que no hayan participado de forma directa no significa que no les interesen, simplemente prefieren acceder a ellas participando de los diferentes fondos especialistas en este tipo de productos como Blackstone, Cerberus, Lone Star o Apollo, entre otros. Además, son estas mismas entidades las que una vez recuperado el activo, tanto inmobiliario como financiero, lo pueden traspasar a un fondo de perfil más conservador, institucional o soberano.

Recordemos que la estrategia *core* es la preferida para la inversión directa. Activos en zonas prime, con inquilinos solventes –triple A– preferiblemente corporativos y con contratos a largo plazo. Variables a las que debemos añadir un volumen de inversión mínimo de 100 millones de euros, además de un mercado líquido. El objetivo es

⁸ Ambos vehículos son descritos con detalle en Informe ESADEgeo Sovereign Wealth Funds 2013, en el capítulo dedicado al sector inmobiliario.

⁹ Gran Vía, 32, y Miguel Yuste, 40, en Madrid y Caspe, 6-20, en Barcelona.

minimizar la necesidad de gestión, el riesgo y obtener economías de escala dado que los fondos soberanos más conservadores consideran la inversión inmobiliaria como una operación financiera más, compitiendo con los bonos del estado; a día de hoy, con los tipos de interés actuales, el ladrillo es claro vencedor.

Así pues, podemos afirmar que los fondos institucionales y soberanos, han tenido y tienen a España en su punto de mira. Sin embargo, hay varias características que impiden una presencia mayor de estos inversores internacionales: primero, la escasez estructural de productos de grandes dimensiones de perfil *core*; segundo, las operaciones actuales son en su mayoría oportunistas y requieren de una gestión posterior por parte de un equipo local, algo a lo que estos gigantes de la inversión no están acostumbrados; tercero, la lenta recuperación de los fundamentales. Estos tres componentes no han ayudado a que por el momento tengan una mayor presencia. Podemos concluir, por tanto, que aún es pronto para la mayoría de ellos y los veremos aparecer a medida que avancemos en el ciclo económico.

Con todo, a pesar de su preferencia por el producto *core*, cada vez más fondos soberanos están entrando en una etapa más temprana en la cadena de creación de valor, especialmente en operaciones que implican transformación y promoción o desarrollo urbanístico, pero siempre en actuaciones singulares, buscando una vez más el activo de alta calidad. La excepción la encontraremos en el NSIA nigeriano, con proyectos de desarrollo de vivienda social. Hasta el momento, esta inversión fuera del *core* no se ha producido en España, pero no descartamos tal posibilidad como está sucediendo en otras plazas europeas como Londres, París o Milán.

Sin ir más lejos, Barcelona cuenta con la vieja central térmica del Besós, con sus tres torres emblemáticas. Con 28 hectáreas de extensión y más de un kilómetro de playa, representa el último espacio libre en primera línea de mar de la ciudad. Ya están trabajando diferentes instituciones para tener una propuesta de plan director para finales de 2014.

Es imposible pensar en este antiguo solar industrial sin proyectar la imagen del desarrollo actual de Battersea Park Power Station en Londres, con una extensión de 15 hectáreas. Este lugar emblemático a orillas del Támesis está transformando la antigua central eléctrica y sus alrededores en un nuevo distrito urbano manteniendo las torres de la central y su estructura como icono principal. Los promotores son un consorcio de empresas público-privadas malasias¹⁰, junto con el fondo de seguridad social EPF, que se adjudicaron el concurso después de una competida puja con fondos árabes.

En el caso del Besós, el primer fondo soberano que viene a la mente para formar parte del proyecto no sería malasio, sino Qatar Holding y Qatari Diar, dada su firme apuesta por Barcelona en los últimos años.

Cabe recordar que Catar es a fecha de hoy el mayor productor de gas licuado (LNG) global y su política de inversión inmobiliaria puede estar condicionada en algunos casos por intereses energéticos. España, representó el 4,5 % de sus exportaciones de gas en 2011, mientras que el Emirato abasteció el 20 % del consumo español. Por su localización, España podría tener un papel clave a nivel geopolítico para reducir la dependencia europea del gas ruso, convirtiéndose en la puerta de entrada a Europa del gas licuado. Nuestro país dispone ya de 6 plantas de regasificación (Barcelona, Valencia, Cartagena, Huelva, A Coruña y Bilbao) y lo que se necesitaría es una ampliación tanto de las existentes como mejorar la interconexión energética con Francia. España como país receptor de gas licuado y Catar como mayor productor del preciado recurso, deberían ir de la mano para que esta visión se materializase, pudiendo revertir en una mayor inversión del emirato árabe en nuestro país. En este caso inmobiliaria.

Sin dejar el litoral Mediterráneo, nos encontramos la futura ciudad de ocio y entretenimiento Barcelona World, situada junto al parque de atracciones Port Aventura en Tarragona que recibe 4 millones de visitantes anuales y cuya ampliación con el segundo parque temático de Ferrari después del de Abu Dhabi, Ferrari Land, terminará en 2016. La fusión de estos tres enclaves podría convertirse también en un foco de interés. En este caso, sin embargo, es casi imposible que un fondo soberano árabe o malasio participe específicamente en el negocio del juego, aunque ya existe un precedente: en 2007, Dubai World participó en MGM Resorts International, que cuenta con hoteles y casinos emblemáticos como el Mirage de Las Vegas.

Siguiendo con los fondos árabes, la zona de Málaga ofrece diferentes enclaves donde se podrían desarrollar complejos residenciales y hoteleros enfocados al lujo para sus conciudadanos. Es todo cuestión de tiempo.

España se encuentra en pleno cambio de ciclo y tanto el sector privado —bancos y empresas— como el público seguirán teniendo la necesidad de transformar activos en liquidez, ofreciendo al mercado un goteo constante de oportunidades únicas. Al mismo tiempo, inversores actuales desharán posiciones dejando activos limpios y listos para ser tomados por inversores menos intrépidos, más institucionales y, en algunos casos, soberanos.

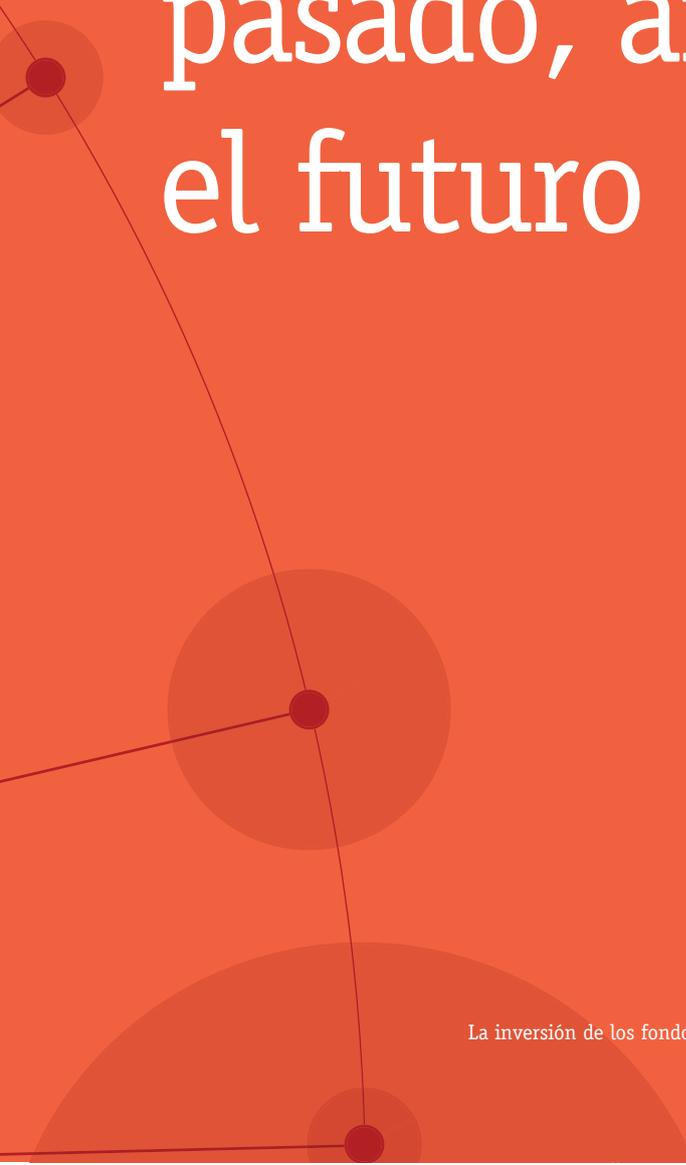
Ahora sí podemos afirmar que 2014 es el año en que la economía española ha salido del hospital y ha iniciado la senda de la recuperación. La marca España está de vuelta y con ella el capital.

¹⁰ Para más detalle puede consultarse el Informe ESADEgo Sovereign Wealth Funds 2013.



Patrick J. Schena

Doctor, Profesor Asistente Adjunto e Investigador Principal y Co-Head de SovereigNET: Fletcher Network for Sovereign Wealth and Global Capital The Fletcher School, Tufts University



La inversión de los fondos soberanos en servicios financieros: Con la vista en el pasado, anticipando el futuro

9. La inversión de los fondos soberanos en servicios financieros: Con la vista en el pasado, anticipando el futuro

Introducción

Cualquier revisión de las tendencias de inversión de los fondos soberanos en el pasado ejercicio 2013, en los sectores de banca y servicios financieros, requiere echar un vistazo al pasado. La agonía de la crisis financiera de 2008-09, aunque aparentemente lejana en algunas geografías, alteró nuestro modo de pensar en el papel de los fondos soberanos como inversores estratégicos globales. En los años previos a la crisis, el mundo se había sentido cautivado por estas impresionantes acumulaciones de riqueza controlada por el Estado, pero mostraba una creciente preocupación por su impacto en los mercados de capital y la estabilidad financiera global¹. Mientras las economías clamaban por una liquidez inexistente, las grandes instituciones financieras mundiales buscaron a estos *pools* de capital de largo plazo para contrarrestar una base de capital muy volátil.

Los fondos soberanos destinaron, muy ágilmente, más de 70.000 millones de dólares en operaciones transfronterizas -como en el caso de GIC o Temasek- o para estabilizar un sector bancario nacional -como en el caso de Irlanda- y surgieron como algunos de los mayores inversores en servicios financieros globales. Con cerca de 270 operaciones en el sector desde 2006, más del 70% de éstas se completaron después de la aparición de la crisis financiera global (CFG), como resultado de compromisos ya adquiridos. Más que desestabilizar, estas transacciones representan una base de capital a largo plazo que ha contribuido a la estabilidad del sistema financiero mundial y en algunos aspectos ha obligado a reconsiderar la visión de los fondos soberanos como “agentes de poder”² y considerarlos en muchos casos como un financiador estratégico sofisticado. Aunque la memoria de la crisis financiera y del euro comienza a desvanecerse, el peso de estas inversiones sigue definiendo las carteras de los fondos soberanos. Esto plantea una pregunta importante sobre el papel futuro de los fondos soberanos como inversores en el sector: ¿Cuáles son los objetivos estratégicos de hoy en día de los fondos soberanos como inversores en servicios financieros globales? ¿cuáles son las implicaciones resultantes?

Los servicios financieros siguen siendo indudablemente el sector principal de destino de las inversiones de los fondos soberanos, ya que representan más del 30% de todas las transacciones desde 2006. En los años anteriores a la CFG, la inversión de fondos soberanos en servicios financieros aumentó de forma constante, alcanzó su punto máximo en 2010 con 50 transacciones, se desplomó más de un 40% en 2011 y se ha estado recuperando desde entonces. La actividad de inversión de fondos soberanos en 2013, en particular su marcado resurgimiento en los servicios financieros, estuvo impulsada en gran medida por las inversiones en banca y diversos tipos de fondos o estructuras intermedias privadas. De las 45 operaciones cerradas en la industria de servicios financieros en 2013, 13 fueron inversiones en bancos comerciales y de inversión, 6 en empresas de seguros y 2 en bolsas de valores. Además, se realizaron 20 inversiones en vehículos intermedios o estructuras de fondos, fuertemente dominadas por el inmobiliario, infraestructuras y fondos de *private equity*.

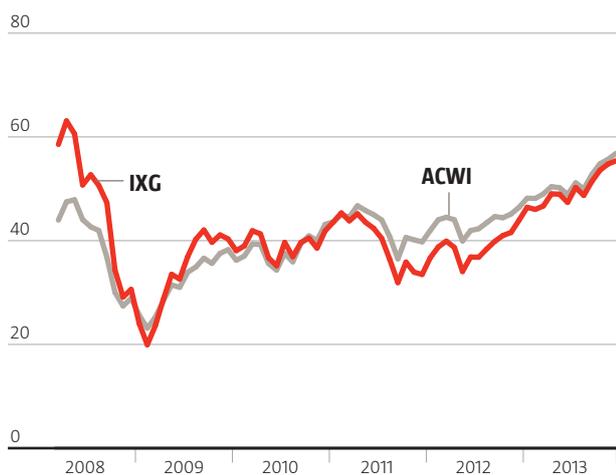
Consideramos que un factor clave de la inversión ha sido la recuperación de los rendimientos en la industria de servicios financieros globales, en general. Como *proxy* de los rendimientos de los fondos soberanos en el sector, tomamos como referencia un ETF indexado al S&P Global Financials Sector (IXG). Midiendo su evolución desde el segundo trimestre de 2008, es decir, en medio de la CFG, el sector presenta rendimientos significativamente inferiores al MSCI All Country World Index de forma acumulada. Así se muestra en el Gráfico 1, donde observamos la caída a mínimos que se produce en el primer trimestre de 2009. El índice S&P Global Financials Sector aún ha de volver a los niveles de 2008 sobre una base ajustada, lo cual sugiere que la rentabilidad del período de tenencia de algunas posiciones financieras globales de fondos soberanos permanece plana. Sin embargo, la recuperación de las acciones globales (el índice MSCI) desde la CFG, y con ella la del sector financiero, ha ofrecido oportunidades para mejorar el rendimiento. Es importante destacar que, si tomamos como inicio del análisis el año 2012, el índice S&P Global Financials obtiene una rentabilidad del 31% comparado con un rendimiento del 16,7% en el mismo período para el MSCI All Country World Index. En 2013, los rendimientos fueron, respectivamente, del 26% frente al 22%, es decir, continuaron los resultados superiores del sector financiero aunque a un nivel más modesto.

¹ Véase por ejemplo McKinsey 2014, “The new power brokers: How oil, Asia, hedge funds, and private equity are shaping global capital markets ...” accesible a través de http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/how_the_new_power_brokers_are_shaping_global_capital_markets

² *Ibid.*

Gráfico 1

Movimiento de los precios relativos del S&P Global Financials (IXG) frente al MSCI All Country World Index (ACWI)



Fuente: Yahoo Finance (2014) y cálculos del autor.

Tradicionalmente, los fondos soberanos más activos en el sector financiero se encuentran entre los fondos más grandes, con considerables escalas y volúmenes de compromisos, y un horizonte de inversión a largo plazo. Estos incluyen ADIC, CIC, KIA, QIA, GIC y Temasek, que de manera agregada han realizado casi el 60% de las transacciones de fondos soberanos en servicios financieros desde 2006. Como resultado de estas transacciones, mantienen posiciones muy importantes en instituciones bancarias mundiales. En 2013, Khazanah (Malasia), un inversor activo en el sector de seguros, se unió a este grupo, que en conjunto alcanzó el 78% de las operaciones de los fondos soberanos en el sector financiero.

El legado de los fondos soberanos en el sector de servicios financieros ha sido tal vez más pronunciado y efectivo dentro de la industria bancaria, en particular. La lista de relaciones en casi cualquier mercado global entre bancos y fondos soberanos, es amplia: Citigroup con, entre otros, Kuwait y ADIA; Morgan Stanley con CIC, entre otros. Dentro del sector bancario euro, UBS recibió inversión de GIC; Barclays de IPIC (Abu Dhabi) y Qatar; Credit Suisse y varios bancos griegos como EFG Eurobank y Alpha Bank, de Qatar; Unicredito de los libios de LIA. Y en el caso de la banca pública china, son numerosos los fondos soberanos, incluidos GIC y Temasek.

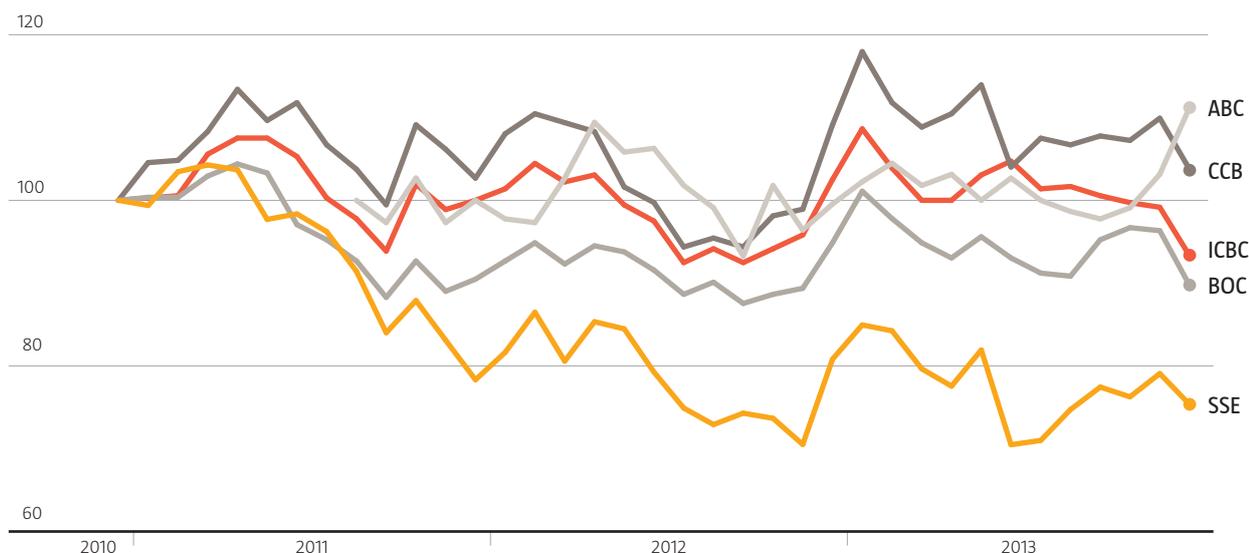
En los mercados nacionales, las inversiones de los fondos soberanos en servicios financieros y bancarios, en particular, han mostrado la compleja realidad de los vínculos estratégicos entre economía financiera y real. En algunos casos, China, por ejemplo, el papel de los fondos soberanos en la banca nacional se ha institucionalizado a través de la creación de una filial "discreta" o una estructura de *holding* con el mandato de administrar las inversiones del Estado en el sector bancario nacional. En otros casos, los activos de una entidad soberana existente sin un mandato de este tipo se han utilizado activamente para recapitalizar al sector bancario nacional, en algunos casos con implicaciones estructurales significativas para el fondo en sí. En 2013 hemos sido capaces de examinar esta dicotomía, al analizar el desarrollo de Pekín y Dublín, una *historia de dos ciudades* del siglo XXI.

9. La inversión de los fondos soberanos en servicios financieros: Con la vista en el pasado, anticipando el futuro

Gráfico 2

Movimiento de los precios relativos de los cuatro principales bancos estatales de China (acciones A) comparado con el índice de Shanghai (SSE)

Año base 2010 = 100



Fuente: Yahoo Finance (2014) y cálculos del autor.

Pekín y Dublín: Historia de dos ciudades

En Pekín, el fondo China Investment Corporation (CIC) realiza las inversiones en el sector bancario chino a través de Central Huijin Investment, que tiene por mandato la gestión de las participaciones del gobierno chino en el sector bancario nacional. Huijin fue establecida en 2003 y fue adquirida en 2007 por CIC, junto con las participaciones que poseía en los bancos chinos. Sus posiciones actuales incluyen las participaciones del gobierno estatal chino en el Agricultural Bank of China, Bank of China, China Construction Bank, y el Industrial and Commercial Bank of China, entre otros bancos e instituciones financieras no bancarias. Las posiciones de Huijin en estos cuatro bancos rondan en promedio el 50% de su capital social (desde aproximadamente un 35% en el caso del ICBC a más del 67% en el Bank of China). El valor contable total de su cartera a diciembre de 2013 era de aproximadamente 136.000 millones de dólares³.

En Dublín, el gobierno irlandés también cuenta con participaciones sustanciales en dos instituciones bancarias nacionales clave: Allied Irish Banks y el Bank of Ireland. Las participaciones proceden del fondo National Pensions Reserve Fund, que fue el encargado –por decreto– de recapitalizar la banca. Aquí, sin embargo, terminan las similitudes.

El estilo de gestión de Huijin está marcado de manera clara por una orientación hacia políticas macroeconómicas y un alto grado de proactividad. Huijin ha sido un comprador activo de acciones de la banca estatal china en operaciones de mercado abierto, diseñadas no sólo para sostener las cotizaciones de los bancos chinos, sino también como una manera de *forward guidance* y señalar el apoyo del gobierno a la renta variable en China. Comenzando en 2011 y durante cuatro trimestres consecutivos hasta el otoño de 2012, Huijin continuó ampliando sus posiciones en la banca china⁴.

³ Para poner esta cifra en contexto, a 31 de diciembre de 2013, CIC, en sus estados financieros anuales, informó de un total de activos de 653.000 millones de dólares y, específicamente, del valor de sus "activos financieros a valor razonable" calculado en 205.000 millones de dólares y del valor de sus "inversiones de capital privado a largo plazo" calculado en 412.000 millones de dólares. Véase <http://www.china-inv.cn/wps/wcm/connect/5c337c13-8677-4862-aa36-4efbc1b243ae/中投年报电子书文件-英文.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=5c337c13-8677-4862-aa36-4efbc1b243ae>

⁴ "Central Huijin continues purchase of bank shares," China Daily, 10 de octubre de 2012

En junio de 2013, Huijin reanudó este programa de compra de acciones y otra vez anunció formalmente su intención de aumentar su participación en el capital de los cuatro bancos estatales chinos durante los seis meses siguientes⁵. La operación, realizada a través de compras de acciones en la bolsa de Shanghai, no afectó a los niveles de capital registrados de los bancos⁶. Una vez completada a mediados de diciembre, Huijin había aumentado sus participaciones en ICBC en 175 millones de acciones A, alcanzado una participación del 35,36%. Del mismo modo, Huijin adquirió 103 millones de acciones A de CCB, llegando a controlar el 57,26%. En el caso de Bank of China, fueron 113 millones de acciones A para aumentar su participación hasta el 67,75%. Por último, adquirió 179 millones de acciones A del Agricultural Bank of China hasta mejorar su posición hasta el 40,28%. En un programa similar ejecutado simultáneamente, Huijin también adquirió más acciones del China Everbright Bank y del New China Life Insurance Co⁷.

Durante el periodo de tres años que finaliza el 31 de diciembre de 2013, mostrado en el Gráfico 2, el índice de Shanghai *descendió* de forma acumulada casi un 25%, mientras que las acciones de estos cuatro bancos estatales chinos se mantuvieron relativamente estables, con un rendimiento negativo del 0,5%. No obstante, el impacto de los programas de compra de acciones de Huijin se puede percibir al analizar los movimientos de precios relativos del índice de Shanghai y los de los cuatro bancos estatales más grandes de China. Durante el periodo del programa de compra de acciones, entre junio y diciembre de 2013, el índice de Shanghai creció un 7% aproximadamente. Los precios de las acciones de todos los grandes bancos chinos experimentaron alzas al final de la primavera, en aparente respuesta a los programas de compra, pero tuvieron un rendimiento inferior al índice (con una rentabilidad del -1,6%) durante el resto de 2013. Aunque anecdótica, la fluctuación del valor de las acciones sugiere que ciertas intervenciones discretas de Huijin pueden, de hecho, proporcionar apoyo específico a la cotización de los bancos chinos y contribuir a otros objetivos más amplios de política macroeconómica del gobierno chino relacionados con el valor de esos activos⁸.

En claro contraste con Huijin, encontramos “los restos” del National Pensions Reserve Fund (NPRF) irlandés. El NPRF fue fundado en 2001 para financiar el estado de bienestar y las pensiones públicas de los ciudadanos irlandeses. Durante muchos años, el NPRF ha mantenido una cartera ampliamente diversificada de valores globales. Sin embargo, en 2009, en respuesta a la amenaza de inviabilidad financiera del Allied Irish Banks (AIB) y del Bank of

Ireland, el NPRF, bajo la dirección del Ministro de Hacienda, comenzó a invertir directamente en ambos bancos. En los años siguientes, las inversiones realizadas por el Fondo en los dos bancos han ascendido a un total de 20.700 millones de euros⁹. La primera de estas inversiones –7.000 millones de euros– se utilizó para adquirir acciones preferentes emitidas por el AIB y el Bank of Ireland con el fin de recapitalizarlas. En 2010, el NPRF participó en una emisión de acciones y derechos del Bank of Ireland. También en 2010, continuó con la inversión de 3.700 millones de euros en acciones ordinarias de AIB aumentando así su participación hasta el 92,8%. En julio de 2011, volvió a realizar una inversión adicional de 10.000 millones de euros en ambos bancos. Desde entonces, julio de 2011, comenzó a recortar algunas posiciones, hasta diciembre de 2013. Sin embargo, al cierre del ejercicio 2013, de los casi 20.000 millones de euros en activos del NPRF, más de 13.000 millones de euros siguen comprometidos con el sector bancario irlandés y, específicamente, en AIB y el Bank of Ireland.

La experiencia irlandesa de inversión en servicios financieros ha sido realmente transformadora para el NPRF. De hecho, en junio de 2013, el gobierno irlandés anunció la creación del Irish Strategic Investment Fund (ISIF). Esta entidad de nueva creación ha absorbido los activos del NPRF. Su mandato, en consecuencia, ya no es el de un fondo de reserva de pensiones; el mandato actual, que sustituye al original y lo cambia sustancialmente, tiene por objetivo contribuir directamente a la promoción de actividad económica y empleo en Irlanda¹⁰. Por consiguiente, los cerca de 7.000 millones de euros en activos de los fondos no invertidos en banca estarán dirigidos a las oportunidades de inversión comercial *en la propia Irlanda*.

A pesar de que el gobierno irlandés estará obligado a revisar y evaluar continuamente sus inversiones en el AIB y el Bank of Ireland y a medir su impacto sobre los objetivos estratégicos que aún mantiene como inversor global, el nuevo ISIF ha puesto en marcha un programa innovador de inversión que con el tiempo será financiado en parte por la privatización de sus participaciones bancarias. Se trata, por tanto, de una visión estratégica de futuro.

Precisamente, esta visión estratégica de futuro es el segundo tema clave detectado en la actividad de inversión de los fondos soberanos en 2013. En concreto, las inversiones en el sector financiero ya no se centraron como en el pasado en los mercados desarrollados, sino más bien en instituciones financieras de mercados emergentes, en concreto en los bancos del Sur y Sudeste de Asia y Rusia, motivada por un crecimiento continuado de las clases medias, mayor demanda de vivienda y de otras formas de financiación al consumo. A continuación, varios ejemplos servirán para ilustrarlo.

⁵ “Central Huijin raises stake in four state banks”, Xinhua, 17 de diciembre de 2013 en http://news.xinhuanet.com/english/china/2013-12/17/c_132974582.htm

⁶ “China sovereign fund Huijin completes purchase of bank shares”, Reuters, 16 de diciembre de 2013.

⁷ “China Central Huijin adds to Big Four bank stakes”, MarketWatch, 17 de junio de 2013 en <http://www.marketwatch.com/story/china-central-huijin-adds-to-big-four-bank-stakes-2013-06-17>

⁸ Los efectos causales definitivos en el mercado más amplio en China en relación con el impacto de las compras de acciones de los SOB aguardan un análisis más sólido de los movimientos de precios de acciones conjuntas.

⁹ Véase <http://www.nprf.ie/DirectedInvestments/directedInvestments.htm> para obtener más detalles sobre el calendario de las inyecciones de capital.

¹⁰ Véase <http://www.nprf.ie/ISIF/IrishStrategicInvestmentFund.htm>

9. La inversión de los fondos soberanos en servicios financieros: Con la vista en el pasado, anticipando el futuro

La inversión en entidades financieras de mercados emergentes: Filipinas, India, Camboya y Rusia

Comenzamos esta sección con GIC (Singapur) que, junto a Temasek, ha sido un inversor activo y destacado en Asia desde hace varios años. En 2013, GIC se asoció con el conglomerado filipino Ayala Corp para adquirir la participación del 9,9% del Bank of the Philippine Islands (BPI) que poseía el banco de Singapur DBS Group Holdings Ltd. Se trata del tercer prestamista más grande de Filipinas y la inversión fue valorada en 680 millones de dólares, por lo que es el mayor acuerdo bancario en Filipinas desde 2006. Bajo la estructura de co-inversión, GIC adquirirá una participación del 5,6% en el BPI. Ayala, ya un importante accionista del banco, aumentará su posición actual en un 4,3% y alcanzará el 48,3% en total. Para GIC, la operación refuerza su posición en el sector bancario en el sudeste asiático y le permite acceder tanto a la estabilidad como al potencial de crecimiento en Filipinas enraizados en datos demográficos positivos, una clase media en rápido crecimiento, en una población de más de 600 millones¹¹.

Esta operación filipina complementa una segunda transacción bancaria en Asia completada por GIC en abril de 2013 en la India. Heliconia Pte Ltd, una filial de GIC, suscribió 20 millones de acciones, alrededor del 2,6% de las acciones en circulación de Kotak Mahindra Bank a un precio de 648 rupias por acción o un total de 237 millones de dólares. La operación se realizó para fortalecer el capital Tier 1 del banco y posicionarlo así con el fin de aprovechar oportunidades de crecimiento a corto plazo¹².

Para no ser menos, la inversión de Temasek también se dirigió al sector financiero en el sudeste de Asia en la que probablemente sea su primera operación en Camboya. Temasek se convirtió en socio minoritario en un nuevo banco comercial (Cambodia Post Bank) fundado en cooperación con Canadia Bank PLC y el Ministerio de Correos y Telecomunicaciones. La inversión de Temasek se realizó a través de su filial Fullerton Financial Holdings. Temasek, a través de Fullerton, controlará una participación del 45% en el nuevo banco, mientras que Canadia Bank mantendrá una posición de control del 50%, el propio Cambodia Post Bank controlará el 5% restante¹³.

Por último, nos dirigimos a Rusia. Allí, fondos de Catar, Noruega y Azerbaiyán participaron conjuntamente en la ampliación de capital del VTB, valorada en 3.300 millones de dólares, que servirán al banco para ampliar su cuota de mercado doméstica.¹⁴ VTB, el segundo banco más grande de Rusia, está controlado por el Estado. En conjunto, los fondos soberanos -todos procedentes de países productores de petróleo- contribuyeron aproximadamente con 1.000 millones de dólares al nuevo capital obtenido. Obviamente, no se trata de una operación en búsqueda de diversificación estratégica. Más bien se trata de una forma de representación, es decir, la apertura de un canal a través del cual ganar una exposición mayor a los datos demográficos positivos de Rusia: 140 millones de consumidores de clase media en auge¹⁵.

¹¹ "GIC, Ayala Pay \$680 Million for Philippine Bank Stake", Wall Street Journal, 11 de noviembre de 2013 en <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304644104579192802149415082>

¹² "Kotak Mahindra Bank gains on preferential issue to Heliconia", Business Standard, 12 de abril de 2013 en http://www.business-standard.com/article/markets/kotak-mahindra-bank-gains-on-preferential-issue-to-heliconia-113041200215_1.html

¹³ "Singapore Invests in New Cambodian Bank", The Cambodian Daily, 11 de septiembre de 2013 en <http://www.cambodiadaily.com/archives/singapore-invests-in-new-cambodian-bank-42137/>

¹⁴ "Russia's VTB wins sovereign backing for \$3.3 billion share issue", Reuters, 29 de abril de 2013 en <http://www.reuters.com/article/2013/04/29/us-russia-vtb-idUS8RE93S04820130429>

¹⁵ *Ibid.*

Conclusiones

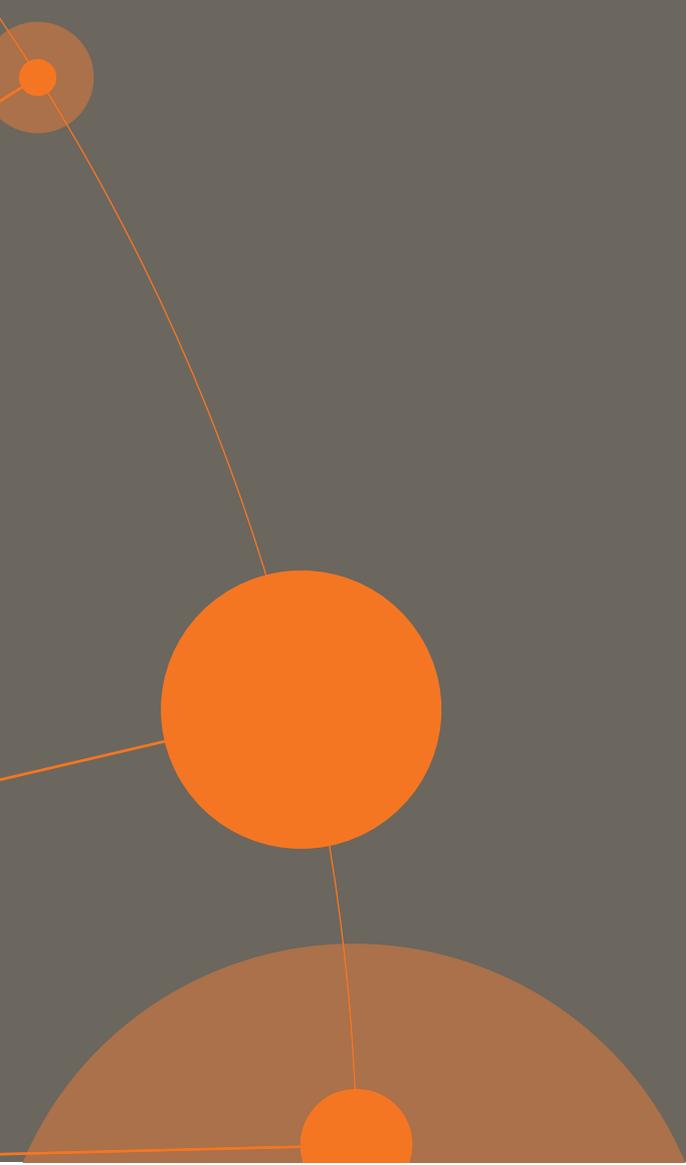
Concluimos este capítulo con una breve reflexión sobre un importante vínculo, a veces ignorado, entre fondos soberanos y la industria de servicios financieros global: la construcción de capacidades. En 2013, surgieron numerosos informes acerca de las estructuras de retribución de los fondos soberanos. En concreto, se apuntaba que los fondos habrían comenzado de manera más activa a alejarse de estructuras salariales típicas del funcionariado –mayor importancia del salario fijo frente a los bonus– y que estarían cambiando los esquemas de compensación para competir más eficazmente con las multinacionales de servicios financieros en busca del mejor talento del sector bancario¹⁶. A pesar de que los fondos son a la vez clientes y competidores de las entidades financieras globales, resulta fácil olvidar las redes que los propios fondos están creando y expandiendo mientras se integran cada vez más en las finanzas globales. En este sentido, muchos fondos soberanos dieron otro paso hacia adelante en el año 2013, al construir y adquirir la capacidades avanzadas propias de inversores globales estratégicos, especialmente en el área de banca y finanzas. Esto se hizo bien a través de una mejor formación o mediante las relaciones con socios de inversión, co-inversión o la propia movilidad laboral entre personal de los fondos soberanos y los grandes bancos globales.

La actividad de inversión de los fondos soberanos en el sector de servicios financieros en el año 2013 estuvo marcada, por tanto, por un año de crecimiento y mayor penetración, como reflejo del legado de inversiones pasadas en el sector; además, el año 2013 representa la llegada hacia nuevas regiones, motivado en parte por las perspectivas positivas de crecimiento sostenidas por mejores datos demográficos y socioeconómicos. Ciertamente, para algunos inversores soberanos, los objetivos estratégicos siguen muy centrados en el mantenimiento de la estabilidad financiera doméstica y en el fortalecimiento de los fundamentos de sus sistemas bancarios. Sin embargo, conforme los efectos negativos de las CFG quedan en el pasado, la estrategia de los fondos con la industria financiera adquiere un nuevo significado. En lugar de rescates y recapitalizaciones, tal vez llegue pronto el momento de centrarse en la innovación y el crecimiento.

¹⁶ Véase <http://news.efinancialcareers.com/us-en/150642/working-for-a-sovereign-wealth-fund-has-the-potential-to-be-extremely-lucrative/>



Anexo. Ranking ESADEEgeo Fondos soberanos 2014



Anexo. Ranking ESADEgeo - Fondos soberanos 2014

Tabla 1

Ranking ESADEgeo - Fondos soberanos 2014*

Ranking	Fondo Soberano	Activos gestionados (MM\$)	País	Fundación
1	Government Pension Fund Global	897,60	Noruega	1990
2	SAMA Foreign Holdings	741,80	Arabia Saudí	1952
3	Abu Dhabi Investment Authority	589,00	EAU	1976
4	China Investment Corporation	575,10	China	2007
5	Kuwait Investment Authority	355,00	Kuwait	1953
6	GIC	315,00	Singapur	1981
7	State Administration of Foreign Exchange (SAFE)	300,00	China	1997
8	Temasek Holdings	215,00	Singapur	1974
9	National Social Security Fund	179,60	China	2000
10	Qatar Investment Authority	175,00	Catar	2005
11	Investment Corporation of Dubai ^	160,00	EAU	2006
12	Samruk-Kazyna ^	103,30	Kazajistán	2008
13	Dubai World	100,00	EAU	2006
14	Australia Future Fund	97,57	Australia	2004
15	National Wealth Fund	87,62	Rusia	2008
16	Revenue Regulation Fund ^	77,00	Argelia	2000
17	National Oil Fund of Republic of Kazakhstan	72,70	Kazajistán	2000
18	Libyan Investment Authority	66,00	Libia	2006
19	Hong Kong Monetary Authority Inv.	65,10	Hong Kong (China)	1993
20	International Petroleum Investment Company	63,40	EAU	2000
21	Mubadala Development Company PJSC	60,90	EAU	2002
22	National Development	58,60	Irán	2011
23	Korea Investment Corporation	56,60	Corea del Sur	2005
24	Alaska Permanent Fund	51,10	EEUU – Alaska	1976
25	Khazanah Nasional Berhad	40,90	Malasia	1993
26	Brunei Investment Agency	39,00	Brunei	1983
27	State Oil Fund of Azerbaijan (SOFAZ)	36,60	Azerbaiyán	1999
28	Banque Publique d'Investissement ^	33,60	Francia	2008
29	Texas Permanent School Fund	30,60	EEUU – Texas	1854
30	New Zealand Superannuation Fund	25,51	Nueva Zelanda	2001
31	National Pensions Reserve Fund	20,20	Irlanda	2001
32	New Mexico State Investment Council	19,10	EEUU – New Mexico	1958
33	Alberta Heritage Savings Trust Fund	17,30	Canadá	1976
34	Timor-Leste Petroleum Fund	15,70	Timor Oriental	2005
35	Fondo de Estabilidad Económica y Social (FEES)	15,20	Chile	2007
36	State General Reserve Fund	13,00	Omán	1980
37	Russian Direct Investment Fund	10,00	Rusia	2011
38	Fondo de Estabilización Fiscal ^	8,50	Perú	2011
39	Fondo de Reserva de Pensiones	7,50	Chile	2006
40	Sovereign Fund of Brazil	7,00	Brasil	2008
41	Bahrain Mumtalakat Holding Company BSC	6,80	Bahréin	2006
42	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	6,70	EEUU – Wyoming	1974
43	Fondo Strategico Italiano ^	6,00	Italia	2011
44	Oman Investment Fund	6,00	Omán	2006
45	Quebec's Generations Fund ^	5,20	Canadá	2006
46	Pula Fund ^	5,10	Botswana	1994
47	Heritage and Stabilization Fund	5,10	Trinidad y Tobago	2000
48	Fundo Soberano de Angola	5,00	Angola	2012
49	Alabama Trust Fund	2,20	EEUU – Alabama	1985
50	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico ^	1,90	México	2000
51	Fonds de Stabilisation des Recettes Budgétaires ^	1,70	República Democrática del Congo	2005
52	Idaho Endowment Fund	1,70	EEUU – Idaho	1969
53	North Dakota Legacy Fund	1,70	EEUU – North Dakota	2011
54	Fondo de Ahorro de Panamá (FAP)	1,40	Panamá	2011
55	Nigerian Sovereign Investment Authority	1,00	Nigeria	2011
56	Western Australia Future Fund	1,00	Australia	2012
57	Fonds souverain d'investissement stratégiques (FONSIS) ^	1,00	Senegal	2012
58	Fondo para la Estabilización Macroeconómica (FEM) ^	0,70	Venezuela	1998
59	Palestine Investment Fund	0,70	Palestina	2003
60	State Capital Investment Corporation	0,70	Vietnam	2006

Ranking	Fondo Soberano	Activos gestionados (MM\$)	País	Fundación
61	Revenue Equalization Reserve Fund	0,52	Kiribati	1956
62	Ghana Stabilization Fund ^	0,30	Ghana	2011
63	Ghana Heritage Fund ^	0,10	Ghana	2011
64	Agaciro Development Fund	0,03	Ruanda	2014
65	National Investment Corporation	N/A	Kazajstán	2012
66	Emirates Investment Authority	N/A	EAU	2007
67	Abu Dhabi Investment Council	N/A	EAU	1999
68	China-Africa Development Fund	N/A	China	2007
69	Public Investment Fund	N/A	Arabia Saudí	2008
70	1Malaysia Development Fund Bhd (1MDB)	N/A	Malasia	2009
71	Mauritius Sovereign Wealth Fund	N/A	Mauricio	2010
72	Ras Al Khaimah (RAK) Investment Authority	N/A	EAU	2005
73	Colombia Sovereign Wealth Fund	N/A	Colombia	2011
74	Sovereign Fund of the Gabonese Republic ^	N/A	Gabón	1998
75	Government Investment Unit ^	N/A	Indonesia	2006
76	National Fund for Hydrocarbon Reserves ^	N/A	Mauritania	2006
77	Oil Revenue Stabilization Fund (ORSF)	N/A	Sudán del Sur	2008
78	Fund for Future Generations ^	N/A	Guinea Ecuatorial	2002
79	Human Development Fund ^	N/A	Mongolia	2008
80	National Investment Fund ^	N/A	Siría	2012
81	Permanent Fund for Future Generation	N/A	Santo Tomé y Príncipe	2004
82	Stabilization Fund ^	N/A	Mongolia	2011
83	Oman Investment Corporation	N/A	Omán	2005
84	Papua New Guinea SWF	N/A	Papúa Nueva Guinea	2011
	Total (MM\$)	5.865		

Fuente: ESADEgeo (2014) con información obtenida a partir de los informes anuales y páginas web de cada fondo. Cuando no consta hemos acudido, entre otras, a las estimaciones de SovereignNet (The Fletcher School-Tufts University), Sovereign Wealth Center, Ashby Monk (Institutional Investor) y Preqin.

* Este listado recoge los 84 fondos soberanos activos en Septiembre de 2014.

^ Siguiendo el análisis de Capapé y Guerrero (2013), definiciones estrictas dejarían fuera estos fondos soberanos del ranking. Por ejemplo, fondos con dedicación exclusiva a la estabilización, con carteras 100% nacionales, o que invierten tan solo en renta fija.

Tabla 2

Potenciales nuevos fondos

Ranking	Fondo Soberano	Activos gestionados (MM\$)	País	Fundación
83	Slovenia SWF	N/A	Eslovenia	N/A
84	Northwest Territories SWF	N/A	Canadá	N/A
85	Japan SWF	N/A	Japón	N/A
86	India SWF	N/A	India	N/A
87	Israel SWF	N/A	Israel	N/A
88	Philippines SWF	N/A	Filipinas	N/A
89	South Africa SWF	N/A	Sudáfrica	N/A
90	Lebanon SWF	N/A	Libano	N/A
91	Bolivia SWF	N/A	Bolivia	N/A
92	Georgia SWF	N/A	Georgia	N/A
93	Sierra Leone SWF	N/A	Sierra Leona	N/A
94	Tunisia SWF	N/A	Túnez	N/A
95	Kenya SWF	N/A	Kenia	N/A
96	Uganda SWF	N/A	Uganda	N/A
97	Zambia SWF	N/A	Zambia	N/A
98	Mozambique SWF	N/A	Mozambique	N/A
99	Namibia SWF	N/A	Namibia	N/A
100	Zimbabwe SWF	N/A	Zimbabue	N/A
101	Tanzania SWF	N/A	Tanzania	N/A
102	Liberia SWF	N/A	Liberia	N/A
103	Guatemala SWF	N/A	Guatemala	N/A
104	Saskatchewan SWF	N/A	Canadá	N/A

Nota: Estos 22 fondos no estaban en activo a la finalización de esta edición. Se discute actualmente su creación en los diferentes Estados..

Este informe ha sido desarrollado por iniciativa de ICEX España Exportación e Inversiones por:

- **Javier Santiso (Editor)** Profesor de Economía, ESADE Business School Vicepresidente ESADEEgeo Center for Global Economy and Geopolitics.
- **Germán Ríos.** Director de Asuntos Estratégicos, Corporación Andina de Fomento.
- **Patrick Schena.** Profesor Asistente, Fletcher School, Tufts University Investigador y Codirector, SovereignNet, Fletcher School, Tufts University.
- **Neeraj Prasad.** PhD Candidate, The Fletcher School, Tufts University.
- **Javier Capapé.** PhD Candidate, ESADE Business School y Researcher, ESADEEgeo Center for Global Economy and Geopolitics.
- **Tomás Guerrero.** PhD Candidate, Universidad Carlos III y Researcher, ESADEEgeo Center for Global Economy and Geopolitics.
- **Paul Rose.** Director Ejecutivo de Derecho, Finanzas y Gobernanza @ Ohio State Professor of Law, Ohio State University–Moritz College of Law Investigador no residente, ESADE Center for Global Economy and Geopolitics (ESADEEgeo).
- **Victoria Barbary.** Directora, Sovereign Wealth Center. Investigadora no residente, ESADEEgeo. Center for Global Economy and Geopolitics (ESADEEgeo)
- **Xavier Reig.** CEO y Cofundador, Black Capital.

Análisis y Coordinación

Javier Capapé. PhD Candidate, Investigador, ESADEEgeo Center for Global Economy and Geopolitics.

Tomás Guerrero. PhD Candidate, Universidad Carlos III y Researcher, ESADEEgeo Center for Global Economy and Geopolitics.

Infografías y diseño

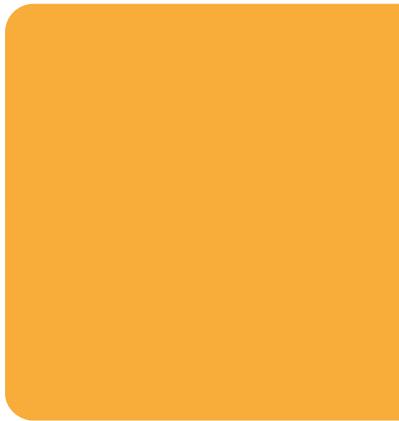
Samuel Granados

Yolanda Clemente & Irene de la Torre (Infografía 4 y Gráficos)

NIPO (papel): 726-14-049-7

NIPO (en línea): 726-14-050-X

DL: M-30589-2014



iCEX

The Wyoming Permanent Mineral Trust Fund

Asignación de activos ²¹

Renta variable EE. UU (<i>large cap</i>)	15,0%
Renta variable EE. UU (<i>small cap</i>)	3,0%
Renta variable internacional	13,0%
Private equity	4,0%
Inmobiliario	7,5%
Retornos absolutos	7,5%
Títulos convertibles	2,0%
Renta fija	45,0%
Efectivo o equivalentes	3,0%

Wyoming también persigue objetivos múltiples a través de su fondo de recursos naturales. La política general de los fondos fiduciarios de Wyoming requiere que la Junta de Préstamos e Inversiones del Estado y sus gestores externos inviertan los fondos públicos “de una manera que se esfuerce por lograr la máxima seguridad, ofrezca una liquidez adecuada para cumplir todos los requisitos de funcionamiento y alcance el rendimiento más alto posible compatible con los objetivos primordiales de seguridad y liquidez” ²².

Wyoming ha establecido por ley el conjunto de inversiones y asignaciones de inversión permitidas, pero los estatutos contienen solo dos restricciones menores a las inversiones. En primer lugar, no más del 55% del fondo podrá invertirse en acciones. En segundo lugar, deberá obtenerse la aprobación a la Junta antes de permitir al Estado invertir en “inversiones alternativas.” La política de inversión de la Junta añade estas restricciones a la prohibición de operaciones de autocartera, renta variable, certificados de depósito, valores en cartera y otro capital no registrado, materias primas (si no está incluido ya en inversión alternativa), la mayoría de las transacciones sobre bienes inmuebles, propiedades sobre recursos naturales, ventas en corto y transacciones con margen. Los derivados podrán utilizarse para gestionar el riesgo, pero “los gerentes deben revisar el uso de derivados con la Junta antes de emplear tácticas de derivados” ²³.

Como en Nuevo México, los estatutos de Wyoming también autorizan expresamente a los fondos a hacer inversiones diversas para reforzar las políticas sociales. Entre otras cosas, el tesorero del

Estado está autorizado a invertir (en algunos casos, comprometer) hasta 25 millones de dólares en préstamos para la educación superior a nivel federal; hasta 300 millones de dólares procedentes de la cuenta del fondo de tierras permanente para garantizar bonos de las escuelas de distrito; hasta 100 millones de dólares para garantizar los bonos del gobierno local; y, “para promover el desarrollo económico”, el tesorero del estado podrá invertir hasta 100 millones de dólares en bonos de desarrollo industrial emitidos por juntas de poderes conjuntos, municipios o condados. El tesorero del Estado no podrá invertir más de 50 millones de dólares “para un fin público específico autorizado o dirigido por el parlamento,” ²⁴ aunque la cantidad podrá ajustarse por recomendación del tesorero y la aprobación de un subcomité de la Junta sobre la financiación de capital e inversiones.

La política de inversión del Estado también establece diversas directrices de cartera. Por ejemplo, el estado no puede ser propietario de más del 1% de las acciones ordinarias de cualquier corporación ni ésta puede superar el 1,5% del valor total en libros de los fondos. Como en el caso de muchos fondos -y en particular los fondos de propiedad estatal- Wyoming también se enfrenta al reto de hacer coincidir su política de inversión con sus deberes fiduciarios, cuando podría generar rentabilidades más altas con inversiones en conflicto con otros objetivos sociales, éticos y políticos. En una disposición un tanto enrevesada, la política de inversión del Estado establece que “si bien la Junta no puede hacer inversiones sobre la base de objetivos sociales o políticos, sí que tiene en cuenta los efectos económicos de las cuestiones sociales y humanitarias en el análisis de las inversiones. La Junta trata de evitar las inversiones que apoyan el terrorismo o la violación de los derechos humanos”.

The Alaska Permanent Fund

El Alaska Permanent Fund está supervisado directamente por la Alaska Permanent Fund Corporation (APFC), una entidad estatal que funciona como una “entidad estatal casi independiente, diseñada para estar aislada de las decisiones políticas aunque responsable ante el pueblo en su conjunto” ²⁵. La APFC conserva la responsabilidad política directa a través de un informe anual de la APFC al Comité de Auditoría y Presupuesto Legislativos y por medio de la aprobación del presupuesto de la APFC por el parlamento de Alaska. Como se comentó anteriormente, la característica distintiva de fondo de Alaska es que una parte significativa de los ingresos generados por el fondo se pagan a los ciudadanos de Alaska en forma de dividendo anual. El dividendo se paga de acuerdo con una fórmula específica establecida por la ley ²⁶.

²¹ STATE LOAN & INV. Bd., Wyo., Master Investment Policy and Sub-Policies 23 (2012), disponible en: <http://treasurer.state.wy.us/pdf/investmentpolicy20612.pdf>.

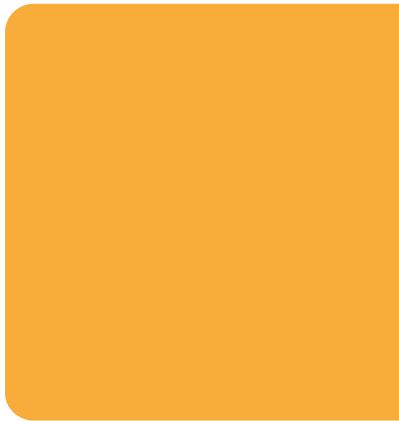
²² *Id.* en 1.

²³ *Id.* en 9.

²⁴ Wyo. Stat. Ann. § 9-4-715(n) (West 1977).

²⁵ ALASKA PERMANENT FUND CORP., AN ALASKAN'S GUIDE TO THE PERMANENT FUND 31 (2009), disponible en: <http://www.apfc.org/home/Media/publications/2009AlaskansGuide.pdf>.

²⁶ En términos generales, el dividendo se calcula promediando los ingresos netos del APF en los últimos cinco años, multiplicado por el 21%, dividido entre 2, luego dividido entre el número de candidatos elegibles.



iCEX