

*Antonio Hernández García**

*Óscar Álvarez Calzada***

LOS FONDOS SOBERANOS EN LOS FLUJOS FINANCIEROS MUNDIALES

Actuación reciente y escenarios de futuro

Los fondos soberanos son instrumentos de inversión controlados por gobiernos de países, especialmente por los productores de petróleo y otras materias primas, que se nutren de las enormes reservas de capital acumuladas por aquéllos.

En la actualidad se estima que los fondos soberanos cuentan con un capital cercano a los 5 billones de dólares, y se prevé que dicha cantidad pueda ascender a los 12 billones en 2015.

A pesar de ciertos desencuentros, todo parece indicar que la coincidencia en los intereses de las partes afectadas, fondos y países receptores, va a ayudar a lograr un modelo de relación satisfactorio para ambos. El código de conducta que está elaborando en estos momentos el Fondo Monetario Internacional (FMI) para los fondos soberanos, conocido como los «Principios de Santiago» y que está previsto se apruebe en octubre de 2008, podría ser un buen instrumento de cara a conseguir un escenario de coexistencia de intereses.

Palabras clave: inversión extranjera, inversión extranjera directa (IED) en España, fondos soberanos, fondos de inversión, crisis *subprime*.

Clasificación JEL: F21, O16, G21.

1. Introducción

El presente artículo analiza la naturaleza, características y actuación reciente de uno de los instrumentos de inversión que está desarrollando un papel cada vez más destacado en los flujos globales de IED: los fondos de riqueza soberana (o *Sovereign Wealth Funds*).

Los fondos soberanos son instrumentos de inversión controlados por gobiernos, especialmente de

países productores de petróleo y otras materias primas, que se encargan de gestionar y rentabilizar las significativas reservas de capital acumuladas por aquéllos.

Dos factores explican el elevado incremento del capital gestionado por los fondos en los últimos años: el aumento de los ingresos procedentes de la venta de materias primas y por otro lado, la acumulación de reservas en divisas extranjeras, un fenómeno extendido en países con una balanza comercial positiva, especialmente los asiáticos.

La actuación reciente de estos fondos, que se estima cuentan con un capital próximo a los 5 ▷

* Director Ejecutivo de Información y Estrategia de Invest in Spain.
** Director de la División de Inteligencia Económica de Invest in Spain.

billones de dólares¹, está empezando a generar reacciones contrapuestas por cuanto su gestión y cartera de participaciones es a menudo poco transparente y por su dependencia directa de los gobiernos nacionales. Por contra, otras voces afirman que dichos fondos no representan amenaza alguna para ningún interés nacional, como ya se ha demostrado con la compra de deuda pública, y porque suponen un alivio para las tensiones de liquidez que amenazan al sistema financiero internacional en la actualidad.

La actuación de estos fondos ha entrado en una nueva dimensión al implicarse de pleno en la crisis *subprime* internacional. Estos fondos, que son excedentarios de capital debido principalmente al continuo incremento de los precios del petróleo y del resto de materias primas, lo que les permite invertir con objetivos a largo plazo, están inyectando una interesante financiación a los principales bancos norteamericanos acuciados por las pérdidas sufridas a causa de las hipotecas de alto riesgo y sus productos derivados. Así, sólo hasta abril los fondos soberanos han invertido más de 44.000 millones de dólares en el sistema financiero estadounidense².

El alto perfil de las operaciones de inversión protagonizadas por los fondos en los últimos meses, junto con su control público, está obligando a los gobiernos y a las instituciones multilaterales (FMI, OCDE, etcétera) a estudiar el tema y posicionarse sobre el mismo.

2. Definición, origen y objetivos

Se denominan «fondos de riqueza soberana», y éste es un nombre nuevo para algo que ha venido funcionando desde hace bastante tiempo: los activos poseídos por los gobiernos en divisas de otros países. Cuando un país, como consecuencia de un superávit de su balanza de pagos, acumula más reservas de las que cree que necesita a corto-medio plazo, puede crear un fondo soberano para gestionar y rentabilizar dichos recursos «extra».

No fue hasta mayo de 2005 cuando se utilizó por primera vez el término fondo de riqueza soberano (su traducción literal). El «padre» de la no-

menclatura fue el economista ruso Andrew Rozanov, en un artículo titulado «¿Quién posee la riqueza de las naciones?» en la Revista de los Bancos Centrales (Central Banking Journal).

Los fondos soberanos han existido desde mediados del siglo XX, cuando en 1953 se creó la Autoridad de Inversión de Kuwait (KIA) para beneficiar a las futuras generaciones de kuwaitíes en el momento en que las reservas de petróleo se agotasen. Las sucesivas bajadas de los precios del crudo en los años ochenta hicieron que dichos fondos no tuviesen un gran desarrollo, pero a inicios de los noventa ya disponían de unos recursos próximos a los 500.000 millones de dólares.

En la actualidad, los países exportadores de materias primas se estima que poseen dos terceras partes de los activos concentrados en los fondos soberanos, y se prevé que diversifiquen sus ingresos nacionales, conscientes de que sus activos propios (léase petróleo y gas) se están agotando. Típicamente habían invertido de manera parecida a los bancos centrales, es decir, en deuda pública, dólares y depósitos bancarios. Temasek, un fondo creado por Singapur en 1974 para agrupar las inversiones estatales, empezó a cambiar esta tendencia, evolucionando hacia vehículos de inversión más complejos. La combinación entre control estatal y éxito inversor animó a otros gobiernos a seguir por el mismo camino.

Sin embargo, se prevé que la predominancia de los países exportadores de petróleo en el capital de los fondos soberanos vaya reduciéndose progresivamente por cuanto cada vez más un número mayor de países van a ir creando sus propios fondos. De hecho, empieza a haber debates en países occidentales, como EEUU³ o Francia, sobre la conveniencia de crear su propio fondo soberano. En este escenario, en 2015 se podría producir ya un equilibrio entre el capital proveniente de unos y otros países⁴.

Por otra parte, recientemente los bancos centrales también se han empezado a plantear la necesidad de generar mayores retornos de la riqueza pública bajo su supervisión, lo que podría significar la colocación, de al menos parte, de las reservas de divisas en inversiones más rentables, aunque con menor liquidez. ▷

¹ Según el «World Investment Report, 2008» de UNCTAD.

² Fuente: The Monitor Group, 2008.

³ De hecho, el Estado de Alaska ya posee uno.

⁴ Según Morgan Stanley.

En cuanto a los objetivos (declarados) de los fondos soberanos, estos pueden ser clasificados en:

— *Estabilización macroeconómica*: los países que son altamente dependientes de las exportaciones de materias primas están expuestos a los vaivenes en los precios internacionales. Los fondos buscan suavizar posibles fluctuaciones a corto y medio plazo.

— *Mayores retornos*: los países con excedente de capitales buscan maximizar los retornos producidos por los mismos.

— *Generaciones futuras*: muchos fondos fueron creados con el objetivo de generar una reserva de riqueza para el futuro, una vez se fueran agotando los recursos naturales.

— *Industrias domésticas*: algunos fondos han sido también utilizados para reestructurar e impulsar las industrias domésticas.

3. El resurgir de los fondos soberanos

La fuerza económica que se encuentra tras el crecimiento de estos fondos es el cambio que se está produciendo en los flujos de comercio mundial, donde algunos países disponen de grandes excedentes de divisas. La cantidad de dinero en manos no occidentales —en forma de reservas de divisas o fondos soberanos— creció, solamente en 2006, 1,2 billones de dólares, mientras que en América y la UE —los dos principales emisores de deuda— colocaron sólo 461.000 millones de dólares el último año. La aritmética simple muestra que China, Rusia y los países árabes productores de petróleo han buscado otros vehículos de inversión para sus excedentes de capital; los fondos soberanos son uno de esos vehículos.

Ha sido en los últimos 10-15 años cuando el crecimiento de los fondos se acelera de manera importante. Así, en la actualidad se estima que los fondos soberanos cuentan con un capital situado alrededor de los 5 billones de dólares, que supera claramente lo dispuesto por los fondos de capital riesgo (1,6 billones), con otros 450.000 millones añadiéndose cada año; se prevé que dicha cantidad pueda ascender a los 10 billones en 2012⁵ y a los 12 billones en 2015⁶. De hecho, en una fecha tan

cercana como el 2011, el capital acumulado por los fondos soberanos superaría, según las previsiones⁷, las reservas mundiales de divisas.

Los altos precios del petróleo registrados en los últimos meses han supuesto unos ingresos de 1.000 millones de dólares al día sólo para los países del Golfo⁸. Por su parte, un informe de McKinsey Global Institute sostiene que si el precio del petróleo se mantiene en torno a los 100 dólares, estos países acumularán ingresos de casi 9 billones de dólares de aquí al año 2020. Una cuantía que la región del Golfo no puede absorber, pese a sus grandes proyectos de infraestructuras actualmente en marcha. De hecho, los países del Golfo ahorran el 70 por 100 de esos ingresos, lo que ha disparado el superávit por cuenta corriente de la región por encima del 120 por 100 del PIB.

En el caso de la acumulación de divisas, la entrada de IED en las economías emergentes, juntamente con el incremento del comercio mundial, han disparado el volumen total de reservas del mundo. En la última década, el nivel mundial de reservas ha crecido por encima del 250 por 100⁹, hasta superar en la actualidad los 7 billones de dólares.

El resultado de todo ello es un importantísimo caudal de dinero que se dirige a un grupo de activos finito. No existe precedente de tal cantidad ingente de fondos que, de manera súbita, intentan invertir en los mercados financieros globales, y ello ayuda a explicar la cascada de liquidez que ha conducido al alza el valor de todo tipo de activos de riesgo en el mundo. El flujo mundial de acciones es de 55 billones de dólares, y los bonos suponen una cantidad similar. Los fondos soberanos podrían convertirse pronto en los compradores más importantes de dichos activos, y de otros muchos más (Cuadro 1).

Si bien es cierto que las cantidades invertidas en forma de IED por parte de los fondos soberanos siguen siendo relativamente pequeñas, éstas han estado creciendo de manera importante en los últimos años. Así, de los 39.000 millones de dólares destinados a IED por los fondos, 31.000 lo han sido en los últimos tres años¹⁰. ▷

⁷ Según estimaciones de Morgan Stanley.

⁸ Según Merrill Lynch.

⁹ Según JP Morgan.

¹⁰ Según el World Investment Report 2008 de UNCTAD.

⁵ Según estimaciones del FMI.

⁶ Según estimaciones de Morgan Stanley.

CUADRO 1
LOS QUINCE PRINCIPALES FONDOS SOBERANOS, ACTIVOS ESTIMADOS

País	Fondo	Capital Disponible Millones dólares
Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	875.000
Noruega	Government Pension Fund – Global	341.200
Singapur.....	Government of Singapore Investment Corporation	330.000
Kuwait	Kuwait Investment Authority	213.000
China.....	China Investment Corporation	200.000
Rusia.....	Stabilisation Fund	127.500
Singapur.....	Temasek	108.000
Qatar	Qatar Investment Authority	60.000
Estados Unidos.....	Alaska Permanent Fund	40.200
Brunei.....	Brunei	30.000
Corea	Korea Investment Corporation	20.000
Malasia.....	Khazanah Nasional	17.900
Venezuela	Fondo de Desarrollo Nacional	17.500
Canadá	Alberta Heritage Savings Trust Fund	16.400
Taiwán.....	National Stabilisation Fund	15.200
Kazajstán	National Fund	14.900
Dubai.....	Dubai International Capital	12.000
Chile.....	Fondo de Estabilización Económica y Social	9.700
Dubai.....	Istithmar	8.000
Omán	State General RF	6.000

Fuente: Morgan Stanley, 2008.

CUADRO 2
LAS QUINCE PRINCIPALES OPERACIONES POR PARTE DE FONDOS SOBERANOS

Fondo Soberano	Empresa adquirida	Inversión (Millones de dólares)	Porcentaje del capital total
GIC (Singapur)	UBS	9.800	8,6
Abu Dhabi Investment Coucil.....	Citigroup	7.600	4,9
GIC.....	Citigroup	6.900	4,4
Investment Corporation of Dubai	MGM Mirage	5.100	9,5
China Investment Company.....	Morgan Stanley	5.000	9,9
Temasek (Singapur)	Merril Lynch	5.000	11,3
Qatar Investment Authority	Sainsbury	3.700	25,0
KIA (Kuwait)	Merril Lynch	3.400	7,0
China Investment Corporation	Blackstone	3.000	10,0
Investment Corporation of Dubai	London Stock Exchange	3.000	28,0
Temasek (Singapur)	China Eastern Air	2.800	8,3
SAFE (China)	Total	2.800	1,6
SAFE (China).....	British Petroleum	2.000	1,0
KIC (Corea)	Merril Lynch	2.000	4,3
Temasek (Singapur).....	Barclays	2.000	1,8

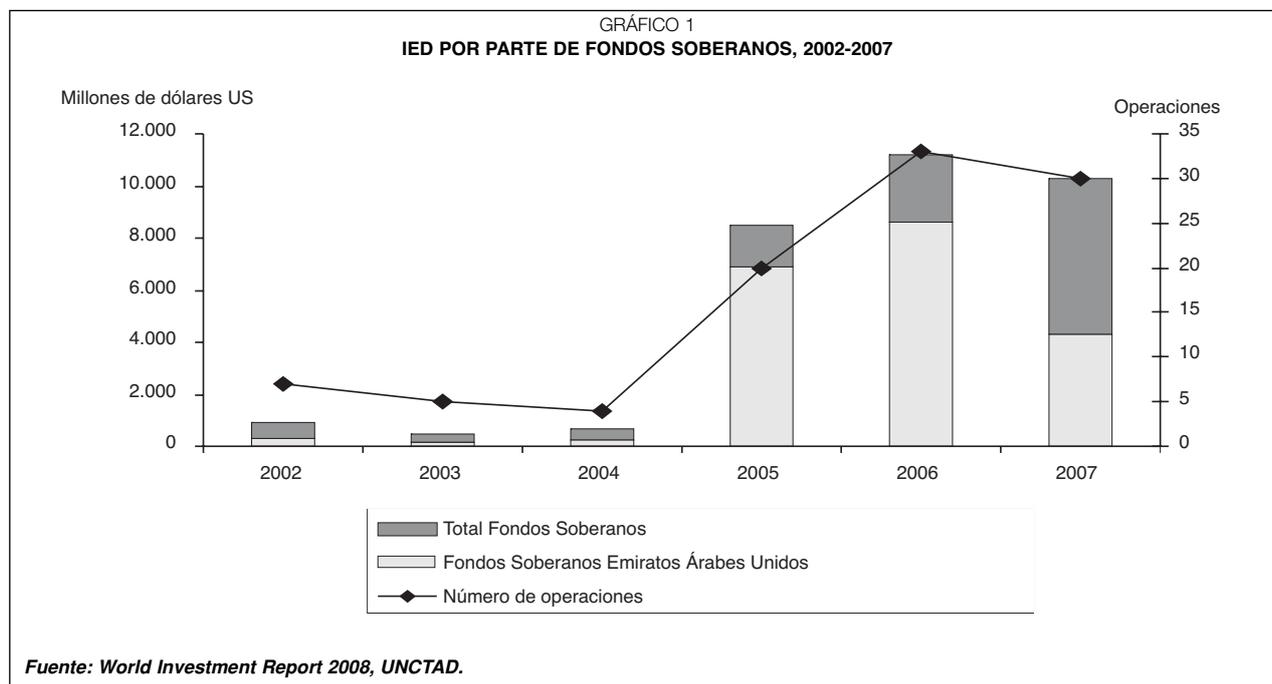
Fuente: Banco Central Europeo, 2008.

Sin embargo, cabe realizar una importante matización a este discreto papel de los fondos en la IED. La mayor parte de los fondos soberanos está llevando a cabo una política de inversiones muy cautelosa, tomando participaciones pequeñas en las empresas. Y ello es importante por cuanto una inversión se considera IED cuando es equivalente o superior al 10 por 100 del capital de la empresa. Así, parece plausible pensar que muchas de las operaciones realizadas por los fondos no están siendo contabilizadas como IED al no alcanzar dicho umbral mínimo de capital adquirido. De hecho, de las 15 mayores operaciones de

inversión protagonizadas por fondos soberanos (Cuadro 2), sólo dos de ellas supusieron la adquisición de más del 10 por 100 del capital de la empresa.

4. El temor a los fondos soberanos

El debate sobre lo que pueden llegar a significar los fondos soberanos para la estabilidad financiera global no ha hecho más que comenzar. Temor que parte de una premisa inicial, la redistribución de la riqueza internacional: ▷



1. El crecimiento de los fondos soberanos refleja una muy importante redistribución de la riqueza internacional de los países industriales tradicionales a los países que, históricamente, no han desarrollado un papel relevante en las finanzas internacionales, y que tienen un pequeño (o ningún) papel en la definición de las normas y prácticas que regulan las relaciones económicas y financieras internacionales (FMI, BM, OMC, etcétera).

2. Los gobiernos poseen o controlan una parte substancial de la nueva riqueza internacional. Esta redistribución de la riqueza, de manos privadas a públicas, implica un marco de toma de decisiones, que varía respecto al tradicional del marco del sector privado, orientado al mercado al que los países occidentales estamos acostumbrados.

¿De dónde procede, pues, el temor político? Básicamente de una combinación de tres nuevos hechos. El primero de ellos es que algunos de los nuevos grandes fondos soberanos (léase China y Rusia) levantan suspicacias en ciertos gobiernos occidentales; son nuevos inversores internacionales, con grandes reservas, con fondos controlados directamente por sus gobiernos, provenientes de países con una proyección internacional importante y con escasa tradición como inversores.

El segundo hecho es el cambio en el patrón de adquisiciones por parte de los fondos soberanos,

reduciendo su posición en bonos y deuda pública y aumentando la misma en inversiones directas de carácter estratégico.

Y el tercer factor es la alta velocidad con la que los fondos soberanos han aumentado su capital disponible, lo que les llevaría a alcanzar los 12 billones de dólares antes de mediados de la próxima década.

5. Los fondos soberanos y la crisis *subprime*

La crisis *subprime* está afectando de manera importante a las principales entidades financieras occidentales. Ante la preocupante necesidad de liquidez, que algunos de los bancos internacionales más importantes están sufriendo, los fondos soberanos les están inyectando ingentes sumas de dinero (Cuadro 2).

Se estima que los fondos soberanos han tomado participaciones empresariales en EEUU por un montante cercano a los 50.000 millones de dólares, mientras que en Europa dicha inversión ha alcanzado los 20.000 millones. El elemento más simbólico de este episodio de compras ha sido la adquisición en julio pasado de diversos rascacielos emblemáticos en Manhattan, entre ellos el de la General Motors. ▷

Estos fondos, excedentarios de capital, debido al continuo incremento de los precios del petróleo y del resto de materias primas, invierten con objetivos a largo plazo, acudiendo al rescate de los principales bancos norteamericanos acuciados por las pérdidas sufridas a causa de las *subprime*. Su entrada en estos bancos está siendo muy cuidadosa, con el objetivo de no levantar suspicacias en los accionistas y en los gobiernos occidentales dada su dependencia del control estatal y, en principio, se han comprometido a no exigir ningún puesto en los consejos de administración y a no interferir en la estrategia de estas entidades.

Evidentemente, en el corto plazo, estas inversiones son muy bien recibidas por las entidades financieras afectadas, dadas sus necesidades de dotarse de mayores provisiones para cubrir pérdidas *subprime* y por las restricciones de acceso al capital que se están produciendo en los mercados internacionales.

Se trata de inversiones estables, a muy largo plazo y que no tienen necesariamente una incidencia sobre el precio de los activos. De hecho, se estima que los fondos soberanos, que han invertido en los bancos estadounidenses, han perdido entre un 30 por 100 y un 50 por 100 de su inversión en un plazo de seis meses¹¹. Ello ha causado una actitud de mayor prudencia (*wait and see*) de los fondos ante los nuevos episodios de problemas de liquidez en entidades financieras de Wall Street.

Sin embargo, vuelve a aparecer el debate sobre la conveniencia de que estos fondos, muchos de ellos controlados directamente por el poder político, con una gestión mejorable en cuanto a transparencia y con escasa tradición inversora, controlen sectores estratégicos en los países democráticos occidentales.

6. Fondos soberanos en España

En España, la experiencia previa más significativa vivida con los fondos soberanos fueron las inversiones realizadas por el fondo kuwaití KIO (Kuwait Investment Office) a principios de los

años noventa, cuando actuando a través del Grupo Torras llegó a poseer un importante grupo industrial con empresas como Ebro, Ercros o Prima.

En la actualidad, nuestro país vuelve a resultar atractivo para los fondos soberanos, quienes han protagonizado varias operaciones recientemente. Entre ellas cabe destacar la participación del fondo GIC de Singapur en el Hotel Arts de Barcelona y en la filial inglesa aeroportuaria de Ferrovial, BAA. Por su parte, DP World (filial del fondo de inversiones de Dubai) se hizo en junio pasado con la concesión de la terminal pública de contenedores del Puerto de Tarragona. DP World también posee otro negocio en España como es la empresa P&O, que cubre el servicio de *ferries* entre Bilbao y Portsmouth (Inglaterra).

En cuanto a inversión industrial, la más significativa llevada a cabo hasta la fecha fue la protagonizada en septiembre de 2007 por Saudi Basic Industries Corporation¹² (SABIC) al comprar la planta de producción de polímeros que General Electric poseía en Murcia.

Otra prueba del creciente interés por España es la negociación, que se está llevando a cabo en estos momentos, entre el Banco Santander y la Compañía Internacional de Inversiones Petroleras de los Emiratos Árabes (IPIC en sus siglas en inglés) para vender su participación del 31,6 por 100 en Cepsa. IPIC ya posee en la actualidad el 9,5 de la petrolera española¹³.

Desde el punto de vista empresarial español, la entrada de los fondos soberanos en su capital puede suponer (especialmente para sectores como el hotelero, energético, las infraestructuras o ingeniería) una interesante puerta de acceso a sus mercados de origen, como los del Golfo Pérsico, China o Rusia, en los que el disponer de una buena relación con las autoridades puede facilitar el acceso a oportunidades de negocio.

Además, en un contexto de *credit crunch* como el actual, los fondos soberanos disponen del capital que puede permitir a las empresas españolas receptoras de la inversión acometer nuevas inversiones, refinanciar deuda o sanear sus balances. ▷

¹¹ El País, 14 de septiembre de 2008.

¹² Propiedad del Gobierno saudí en un 70 por 100.

¹³ Según el diario económico Cinco Días, publicado el 6 de septiembre de 2008.

7. El papel regulador de las instituciones económicas y financieras internacionales

Todo parece indicar que la coincidencia en los intereses de las partes afectadas, fondos y países receptores, va a ayudar a lograr un modelo de relación satisfactorio para ambos. Los países propietarios de los fondos soberanos esperan obtener el máximo rendimiento de sus inversiones y los países receptores perciben claramente el atractivo de captar para sus países parte del ingente capital gestionado por aquéllos. Ello hace que ambas partes sean cautelosas en sus movimientos, ni veto occidental a los fondos ni inversiones estratégicas hostiles por parte de los fondos¹⁴.

De hecho, algunas de las mayores economías occidentales ya se han mostrado abiertas a recibir inversiones procedentes de estos fondos. Y ello es así no sólo en países tradicionalmente abiertos a la inversión extranjera, como el Reino Unido, sino también en otros que inicialmente se mostraron reacios ante los fondos pero que ahora ya han establecido conversaciones directas con aquéllos y han empezado a recibir sus inversiones (como es el caso de Francia y la empresa energética Total).

Sin embargo, otro país europeo, Alemania, acaba de decidir llevar a cabo una reforma en su Ley de Comercio Exterior según la cual el Gobierno alemán podrá vetar o poner condiciones a la compra de empresas (más del 25 por 100 del capital) por parte de fondos de inversión extracomunitarios si dichas inversiones suponen una amenaza para «el orden público o la seguridad»¹⁵.

En su declaración de Heiligendamm de septiembre de 2007, el G7 señaló que las restricciones a los fondos soberanos debían ser minimizadas y

limitarse en su aplicación a aquellos casos que concerniesen primariamente a la seguridad nacional. Juntamente a ello, el G7 hizo un llamamiento al FMI, la OCDE y el Banco Mundial a estudiar un esquema de buenas prácticas especialmente en las áreas de estructura institucional, gestión de riesgo, transparencia y rendición de cuentas.

Tras ese llamamiento se ha hecho un reparto de tareas según el cual el FMI se centra en la identificación de buenas prácticas desde el punto de vista de los propios fondos soberanos (emisor) y la OCDE desde la perspectiva de los países receptores. El Banco Mundial, por su parte, se ha limitado a señalar las oportunidades de inversión a largo plazo que representan los países más pobres, y los beneficios potenciales para los receptores. Para ello es necesario un reforzamiento de sus sistemas financieros y atractivo inversor, y estudia formas de fomentarlos.

En este sentido, la Comisión Europea hizo públicas unas recomendaciones en marzo de 2008 en las que promueve un acercamiento común a los fondos soberanos, para establecer un marco que dote de una mayor transparencia, previsibilidad y responsabilidad a la gestión de los mismos. Dicho acercamiento debe respetar los principios comunitarios sobre la libertad de inversión, en consonancia con la Estrategia de Lisboa, apoyar y establecer una colaboración común con los organismos supranacionales tales como OCDE o FMI, respetar los tratados internacionales y el Tratado de la UE y asegurar que las posibles medidas a adoptar se rijan por los principios de proporcionalidad y transparencia. De tal modo, la Comisión Europea manifiesta su convencimiento de la no necesidad de nuevas regulaciones *ad-hoc*, ya que los propios tratados de la OMC y el Tratado de la UE prevén excepciones y legitiman la adopción de medidas por razones de orden público y de seguridad nacional. En definitiva, este acercamiento común debe servir como contribución a los esfuerzos del FMI y de la OCDE para establecer un código de conducta para los fondos soberanos y definir los principios de actuación de los países miembros a la hora de actuar ante las inversiones de aquéllos.

Por su parte, la OCDE hizo público a inicios de abril¹⁶ un nuevo documento titulado «*Sovereign* ▷

¹⁴ Un ejemplo claro de este diálogo entre gobiernos y fondos soberanos es la reciente reunión mantenida entre el Secretario de Estado de los EEUU, Henry Paulson, y los representantes de los fondos soberanos de Singapur y Abu Dhabi en la que aquél les pidió mayor transparencia, la implantación de sistemas de control interno y de gestión de riesgo, y que no ejerzan ningún tipo de control político sobre las compañías adquiridas. A cambio los EEUU no levantarán ningún tipo de barreras proteccionistas adicionales dirigidas a los fondos.

¹⁵ Esta nueva regulación alemana parece no ir en la misma dirección de las necesidades actuales de las empresas de ese país por cuanto, pocos días después de su anuncio, Siemens anunció que «estaba intentando alcanzar un acuerdo con un fondo soberano para reforzar su base de accionistas a largo plazo y crear oportunidades de negocio en algunas de las regiones del mundo que crecen a un ritmo más rápido» (Expansión, 28 de agosto de 2008).

¹⁶ Informe del 4 de abril de 2008 del Comité de Inversiones de la OCDE.

Wealth Funds and Recipient Countries Policies» en el que se sugiere a los Estados miembros que no levanten medidas proteccionistas adicionales ante posibles inversiones procedentes de fondos soberanos, promoviendo en consecuencia el diálogo intergubernamental que permita mejorar el entendimiento y la información disponible sobre estos vehículos de inversión. Adicionalmente, los instrumentos de inversión de que ya dispone la OCDE contienen los principios fundamentales que deberían servir de guía para los Estados ante los fondos soberanos: transparencia, no discriminación y liberalización.

Del mismo modo, y ante el reconocimiento por parte de la OCDE del derecho de cada país miembro a tomar decisiones con el fin de proteger la seguridad nacional, esta organización ha acordado que dicha «cláusula de seguridad nacional» debe adoptarse con restricciones y, por tanto, no debe servir como medio de escape a los compromisos de los Estados en materia de libertad de inversiones.

Cabe señalar que los esfuerzos de la OCDE se concentran en el proyecto *Freedom of Investment*, cuyos resultados se publicarán a mediados de 2009, que pretende establecer unos estándares de actuación de los distintos países miembros ante los fondos soberanos bajo los principios de no discriminación, transparencia y previsibilidad, regulación proporcional y responsabilidad.

En febrero de 2008 el FMI elaboró una propuesta de Plan de Acción que incluía la creación de un grupo de trabajo y el lanzamiento de una nueva mesa redonda con fondos soberanos. Como objetivo se planteó la elaboración de un código de conducta voluntario, no obligatorio. El trabajo estaría coordinado con la OCDE.

El objetivo de este grupo de trabajo, denominado *International Working Group of Sovereign Wealth Funds*¹⁷ y compuesto por los 26 países con los fondos soberanos más importantes, es presentar un código de conducta voluntario que refuerce el marco legal general, la transparencia de las inversiones realizadas por los fondos, garantice

estructuras de gobierno adecuadas, y asegure una rendición de cuentas suficiente. El grupo se reunió en Santiago de Chile los días 1 y 2 de septiembre, y allí se alcanzó un acuerdo preliminar sobre un borrador de código que comprende 24 principios de conducta (conocido como los «Principios de Santiago»), de modo que éste pueda discutirse hasta su esperada aprobación en las asambleas anuales del FMI y el BM en octubre 2008.

Dada la voluntariedad a la hora de adherirse a estas prácticas, la provisión por parte del FMI de unas referencias básicas, permitirá a los diferentes agentes (públicos y privados) valorar y discriminar entre los fondos soberanos, en función del cumplimiento de estos estándares. Este ejercicio sería parecido a los ya realizados para otras áreas (fiscales, monetarias, financieras, y gestión de reservas).

8. Conclusiones

El debate sobre los fondos soberanos, dado el importantísimo volumen económico que manejan y la relativa opacidad en sus objetivos, composición y gestión, se encuentra plenamente justificado.

A pesar de no ser un fenómeno nuevo, la actuación reciente de los fondos soberanos, mucho más activa especialmente en el sector financiero (y últimamente también en el industrial), junto con las dificultades de liquidez por la que atraviesa el mercado internacional de capitales debido a los efectos de la crisis *subprime*, han dado un gran protagonismo a estos instrumentos de inversión.

Sin embargo, las pérdidas sufridas por los fondos que han invertido en entidades financieras norteamericanas están causando una actitud mucho más cautelosa que la de aquéllos a la hora de realizar nuevas compras.

El control estatal de estos fondos junto con, en muchos de ellos, su mejorable transparencia en cuanto a sus estrategias y cartera de inversiones han contribuido a generar cierta alarma en algunos medios políticos y mediáticos occidentales ante el riesgo que suponen sus inversiones por un posible control de sectores estratégicos o que les aporten tecnología más avanzada.

Los aspectos positivos y negativos asociados ▷

¹⁷ Este grupo de trabajo está copresidido por el exgobernador del Banco de España, Jaime Caruana, actual Director del Departamento Monetario y de Capital del FMI.

a las inversiones de los fondos soberanos podrían resumirse en los siguientes:

Aspectos negativos

- Relativa opacidad en la gestión y en la cartera de inversiones.
- Elevada dependencia directa de los gobiernos nacionales.
- Países con escasa tradición como inversores internacionales.
- Toma de control de empresas privadas por parte de inversores públicos. Ello es especialmente más sensible cuando las empresas objeto de compra pertenecen a sectores estratégicos, en los que además los gobiernos privatizaron en el pasado los antiguos monopolios nacionales.

Aspectos positivos

- En un contexto de falta de liquidez internacional, los fondos soberanos disponen del capital que ahora mismo no se ofrece en los canales bancarios y financieros tradicionales.
- Actitud cautelosa y prudente en la mayor parte de inversiones protagonizadas por fondos soberanos: compra de participaciones no mayoritarias y sin intención de involucrarse en la gestión.
- Los fondos soberanos realizan inversiones a medio-largo plazo, no especuladoras.
- Las empresas receptoras de sus inversiones encuentran liquidez para sanear balances o acometer nuevas inversiones.

- La presencia de un fondo soberano en el capital de la empresa participada puede permitir a ésta, especialmente para empresas del sector energético, de la construcción y de las infraestructuras, entrar en mercados de difícil acceso con elevadas restricciones a la inversión extranjera (en la que los contactos personales con miembros de la élite gobernante resultan fundamentales).

Todo lo anterior puede permitir salvar algunos sectores de actividad que están inmersos en importantes dificultades económicas, no sólo al disponer de nueva financiación sino también por poder acceder a nuevos mercados crecientes que compensen la caída de su negocio en sus países de origen.

La coincidencia en los intereses de las partes afectadas, fondos y países receptores, parece conducir a la gestación de un modelo de relación satisfactorio para ambos. Los países propietarios de los fondos soberanos esperan obtener el máximo rendimiento de sus inversiones y los países receptores perciben claramente el atractivo de captar para sus países parte del ingente capital gestionado por aquéllos. Ello hace que ambas partes sean cautelosas en sus movimientos.

El código de conducta (de aceptación voluntaria) que está elaborando en estos momentos el FMI para los fondos soberanos, conocido como los «Principios de Santiago», por el que ya han abogado tanto la Comisión Europea como la OCDE, y que está previsto se apruebe en octubre de 2008, podría ser un buen instrumento de cara a conseguir un escenario de coexistencia eficaz de intereses entre fondos soberanos y países receptores de sus inversiones.



INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

en

INTERNET



www.revistasICE.com