

An abstract geometric design consisting of a network of thin grey lines connecting various points. Some points are small red or orange dots, while others are larger grey circles. The lines radiate from a central point at the top right towards other points, creating a fan-like or web-like structure. The overall composition is clean and modern, with a focus on geometric shapes and connectivity.

# Fondos Soberanos

2013

**ESADE**  
Ramon Llull University

ESADEgeo-CENTER  
FOR GLOBAL ECONOMY  
AND GEOPOLITICS

**KPMG**

**INVESTIN  
SPAIN**



# Índice

|   |     |
|---|-----|
| Prefacio  | 5   |
| Introducción  | 7   |
| Comportamiento de la inversión de los fondos soberanos en 2012  | 11  |
| I Análisis Geográfico   | 17  |
| Fondos soberanos en España y América Latina   | 19  |
| La gran cartera de China: China Investment Corporation (CIC) y State Administration of Foreign Exchange (SAFE)              | 41  |
| Los fondos del Golfo después de la crisis financiera  | 51  |
| II Análisis Sectorial   | 59  |
| Fondos soberanos y nuevas tecnologías   | 61  |
| Financiando la expansión de la energía global: el papel de la inversión de fondos soberanos como private equity estratégico | 77  |
| Fondos soberanos y sector inmobiliario  | 87  |
| Apéndice. Ranking fondos soberanos ESADEgeo 2013  | 105 |





# Prefacio



# 1. Prefacio

La economía mundial continuó desacelerándose en 2012 aunque, tal como prevé el FMI, 2013 debería de constituir un punto de inflexión a partir del cual se consolide una nueva fase alcista del ciclo económico en el mundo. Las tensiones financieras originadas en Europa, las incertidumbres asociadas al *fiscal cliff* estadounidense y la desaceleración de las economías de los emergentes han dominado el escenario de la economía internacional en 2012 y parte de 2013. Además, más allá de consideraciones coyunturales, la economía mundial continuó experimentando un cambio profundo y de gran calado a un ritmo vertiginoso: el surgimiento de nuevos centros de poder económico en países emergentes y en desarrollo.

Como se mostraba en el Informe Fondos Soberanos publicado en 2012, una de las principales manifestaciones de esta nueva dinámica es la mayor fortaleza inversora por parte de países emergentes con excedentes comerciales y presupuestarios procedentes del petróleo y otras materias primas, materializada a través de las operaciones de fondos soberanos. Dichos fondos gestionan ya más de 5,5 billones de dólares y constituyen una realidad económica cada vez más importante e influyente. Sin embargo, continúan siendo grandes desconocidos tanto en el ámbito empresarial, como para muchas Administraciones y en el mundo académico. En este contexto, ESADE Business School, KPMG e ICEX - INVEST IN SPAIN, conscientes de la importancia de estos nuevos actores en la economía mundial, lanzaron esta iniciativa con la intención de ofrecer información relevante al mayor número de agentes posible, y publican ya el segundo de la serie: el Informe Fondos Soberanos 2013.

El informe recoge la actividad principal de los fondos soberanos durante el año 2012, así como de principios de 2013, y analiza cuáles son las motivaciones de los diversos fondos o sus estrategias de inversión. Como habitualmente, analizamos la relación de los fondos soberanos con España y Latinoamérica. Además, ponemos el foco en los fondos del Golfo y China.

Además, España y sus empresas se mantienen en el centro de atención de los fondos soberanos, ya no sólo en los sectores tradicionales de actuación de estos fondos, como son los sectores energético y financiero, sino también en el ámbito inmobiliario, tecnológico y de infraestructuras.

Por otra parte, este segundo informe, además de analizar en detalle las tendencias actuales y principales operaciones de los fondos a nivel mundial, con especial énfasis en España, profundiza en la relación de los fondos con otros sectores. Desde los sectores naturales para los fondos soberanos (como el energético), pasando por sectores que interesan a futuro en muchos de los países con fondos soberanos (infraestructuras), hasta la búsqueda de inversiones alternativas fuera de la zona de confort de los fondos (real estate) que mejoren la baja rentabilidad derivada de las políticas monetarias expansivas llevadas a cabo. Por último, se acerca a un tema novedoso y sorprendente: la conexión que existe entre fondos soberanos y nuevas tecnologías.

FIRMADO

**Javier Solana**  
Presidente de ESADEgeo

**John Scott**  
Presidente de KPMG España

**Jaime García-Legaz**  
Secretario de Estado de Comercio

# Introducción

**Javier Santiso**

Profesor de Economía, ESADE Business School

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

## 2. Introducción

### 2. INTRODUCCIÓN

Este informe Fondos Soberanos 2013 es el segundo realizado por ESADEgeoe, con el apoyo de KPMG e INVEST IN SPAIN, ahora parte del ICEX. Quisiéramos empezar agradeciendo a ambas instituciones el apoyo recibido, que hace realidad este segundo informe anual sobre fondos soberanos. Queremos agradecer también muy especialmente a Elena Pisonero, entonces en KPMG y ahora presidenta de Hispasat, sin cuyo entusiasmo y visión esta iniciativa no habría visto la luz. Además, agradecemos a Javier Capapé y a Tomás Guerrero su excelente trabajo de análisis y coordinación del informe; por último, Samuel Granados, por el diseño de gráficos e infografías de primer nivel internacional.

Este trabajo no es un esfuerzo aislado. Se enmarca en una serie de actividades impulsadas por ESADEgeoe a lo largo de los últimos dos años. En 2011, Javier Santiso asesoró junto al entonces Ministro de Finanzas, Juan Carlos Echeverry, y su equipo, al gobierno colombiano para la creación de su fondo soberano. También se ha lanzado una serie de conferencias sobre mercados emergentes, ESADEgeoe Globalization Lab, centradas sobre países emergentes, muchos de ellos dotados de instituciones de este tipo. El 30 de mayo de 2011 se celebró un GLab<sup>1</sup> 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.<sup>2</sup> Ambos son colaboradores del informe y están asociados a ESADEgeoe como Research Fellows. Además, también contribuimos en el libro editado por Karl Sauvant, *Sovereign Investment*, con un capítulo sobre el sesgo político de las inversiones de los fondos soberanos<sup>3</sup>. El Informe 2012 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 recientemente por la UNCTAD<sup>4</sup>.

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 2012 (Victoria Barbary). En el segundo, analizamos los perfiles de los fondos, las principales operaciones que han llevado a cabo en el último año y las oportunidades que estos "gigantes" del *state capitalism* representan para diferentes regiones y países. Centramos la atención sobre España y Latinoamérica (Javier Santiso), China (Christopher Balding y Ellen Campbell), y Medio Oriente (Christopher Balding y Komal

Shakeel). En el tercer bloque, estudiamos la actividad sectorial de los fondos soberanos: las nuevas tecnologías (Javier Santiso), el sector energético (Patrick Schena) y el inmobiliario (Xavier Reig).

Varias conclusiones se desprenden del análisis:

- El fenómeno de los fondos soberanos se está extendiendo rápidamente por todas las regiones emergentes, no sólo por Asia y Medio Oriente, sino también por África y América Latina. Existen en la actualidad más de 80 fondos soberanos operativos y sus activos superan los 5,5 billones de dólares. Este año, además, la cifra de fondos constituidos y potenciales supera, por primera vez, la centena.
- En el año 2012 hemos asistido al fortalecimiento de las relaciones Sur-Sur. Así lo muestran las múltiples operaciones realizadas por fondos de países emergentes, asiáticos y árabes, fundamentalmente, en compañías de economías en desarrollo. Como prueba del auge de este fenómeno, destaca la inversión de 1.700 millones de dólares llevada a cabo por el fondo malasio Khazanah en enero de 2012, para hacerse con un 15% del principal holding sanitario turco, Acibadem Healthcare Group.
- En el pasado Informe resaltamos que Europa fue la principal región receptora de inversiones en 2011; 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 este Informe mostramos que España continúa como un objetivo prioritario de los fondos soberanos. Las operaciones de los fondos soberanos en España durante 2013, como 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, parecen indicar que España y sus empresas seguirán estando en el foco de los principales fondos soberanos.
- El auge de los fondos soberanos representa una oportunidad financiera pero también industrial para España. Las participaciones industriales de las cajas y los bancos españoles (muchos ahora intervenidos o participados por el Estado) y la necesidad de desapalancamiento de muchas multinacionales españolas, constituyen una excelente ocasión para propiciar la entrada de los fondos en el capital de entidades industriales españolas que necesitan nuevo capital para su desarrollo o reestructuración.
- Los fondos están reorientando masivamente sus estrategias de inversión. Buscan, cada vez más, inversiones estratégicas en grupos industriales y, en particular, tecnológicos y de telecomunicaciones. Se trata de inversores cada más

<sup>1</sup> Disponible en <http://www.esadegeoe.com/globalisation-lab/index/page1/1>. Victoria Barbary es actualmente Directora del Sovereign Wealth Center en Institutional Investor.

<sup>2</sup> Sovereign Wealth Funds: The new intersection of money and politics. 2012. Oxford University Press: <http://www.esade.edu/web/esp/about-esade/today/news/viewelement/219441/1/el-economista-christopher-balding-detalla-los-desafios-que-afrontan-los-fondos-soberanos-de-inversion-en-una-conferencia-de-esadegeoe>.

<sup>3</sup> Santiso, J., & Avendaño, R. (2012). Are Sovereign Wealth Fund investments politically biased? A comparison with mutual funds. In K. P. Sauvant, L. E. Sachs, & W. P. F. S. Jongbloed (Eds.), *Sovereign Investment: Concerns and Policy Reactions* (pp. 221–257). New York: Oxford University Press.

<sup>4</sup> Disponible en [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013_en.pdf).

sofisticados. Dentro de esta búsqueda de inversiones en sectores de alto valor añadido las inversiones realizadas en el sector de las tecnologías de la información aumentaron un 90% con respecto al 2011, por delante de sectores tradicionales de inversión como el energético, inmobiliario o el financiero. Además hemos apreciado una tendencia inédita hasta el momento: la apuesta por las startups. La compra del 5,6% de la *startup* china Alibaba por 2.000 millones de dólares por parte del fondo China Investment Corporation (CIC) parece haber abierto la veda en este sentido.

- Los fondos soberanos han recuperado el apetito por el sector inmobiliario y dominan los mercados maduros. Como una muestra más de la sofisticación de la gestión de los fondos soberanos, hemos observado una presencia fuerte y creciente en el sector inmobiliario. En Europa, estos fondos se encuentran detrás de las dos principales operaciones por volumen, llevadas a cabo en 2012; son los fondos internacionales de referencia: están presentes en 7 de las 10 operaciones transfronterizas más importantes. Un hito importante es la entrada del fondo noruego NBIM de la mano de TIAA-CREF en el mercado inmobiliario estadounidense. A nivel nacional la compra por 200 millones de euros del Hotel W en Barcelona por Qatari Diar, el brazo inmobiliario del fondo catari QIA, puede propiciar un cambio de tendencia y ser la operación que sirva para catalizar la llegada de nuevas operaciones de fondos soberanos en este sector a nuestro país.
- En definitiva, el auge de los fondos soberanos, en particular de los emergentes, sigue firme. Esta tendencia corrobora el re-equilibrio de las riquezas de las naciones, que sigue más vigente que nunca y que tiene, en los fondos soberanos, un exponente nítido. Los mercados emergentes son los grandes protagonistas de este reequilibrio financiero, comercial e industrial. Esta tendencia no es nueva. Sin embargo, sí hay un matiz nuevo muy relevante: asistimos ahora a un re-equilibrio masivo de la innovación y de la tecnología hacia los emergentes, algo que también confirman las estrategias de inversión de los fondos soberanos, esos nuevos actores y motores del nuevo mundo que ya está asomándose.



**Victoria Barbary**

Directora. Sovereign Wealth Fund Center en Euromoney Institutional Investor,  
Investigadora no residente, ESADE Center for Global Economy and Geopolitics (ESADEGeo)

# Comportamiento de la inversión de los fondos soberanos en 2012



## 3. Comportamiento de la inversión de los fondos soberanos en 2012

### 3. COMPORTEAMIENTO DE LA INVERSIÓN DE LOS FONDOS SOBERANOS EN 2012

Pese a que la incertidumbre económica se mantuvo en todo el mundo durante 2012, los fondos soberanos siguieron mostrando un papel activo en los mercados financieros. La política de inversiones de los fondos soberanos en 2012 no se diferenció en gran medida de la del año anterior, lo que sugiere que estamos observando la nueva normalidad para estos gigantes de la inversión.

No obstante, esto supondrá una decepción para políticos y reguladores, que esperaban que los fondos soberanos se aprovecharían de sus horizontes de inversión a largo plazo para contribuir a la reanimación de sus economías desarrolladas, asumiendo mayores riesgos a favor de proyectos de infraestructuras de nueva creación o apoyando a los nuevos mercados emergentes africanos. En líneas generales, los fondos soberanos han apostado por lo seguro desde que estalló la crisis financiera. Considerándolos como grupo, parece que han decidido sacar provecho de la creciente demanda de materias primas en los mercados emergentes. Los fondos soberanos también han intentado capitalizar el aumento de la renta discrecional en el mundo en vías de desarrollo en una tendencia relacionada pero más moderada que se refleja en inversiones en sectores orientados al consumo. No obstante, los fondos soberanos se han concentrado en líderes sectoriales de mercados emergentes consolidados, como China, India, Malasia y Turquía, antes que en verdaderos mercados frontera.

#### Actividad

En 2012, la base de datos del Sovereign Wealth Center recogió 202 inversiones directas públicas de 21 fondos soberanos, por un valor total declarado de 54.600 millones de dólares, lo que supone un ligero descenso con respecto a la actividad registrada en 2011, con 206 inversiones registradas por un valor total en transacciones de 66.300 millones de dólares.

Dicho esto, la política de inversiones de los fondos soberanos parece haberse estabilizado a lo largo de los últimos tres años en un nivel elevado, según los estándares históricos. Pese a su envergadura, este nuevo nivel sigue siendo notablemente inferior al observado en el punto álgido de la crisis financiera de 2008-2009, cuando diversos fondos mostraron su apoyo a las principales entidades financieras de Suiza, el Reino Unido y EE. UU. e invirtieron cerca de 58.000 millones entre noviembre de 2007 y octubre de 2008.

Estas inversiones catapultaron a los fondos soberanos a un primer plano y provocaron que los políticos de EE. UU. y la Unión Europea expresaran su preocupación por la posibilidad de que gobiernos extranjeros utilizaran las inversiones de los fondos soberanos para fines políticos.

Como respuesta a ello, 26 fondos soberanos crearon el Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos en mayo de 2008. Este grupo redactó una serie de Principios y Prácticas Generalmente Aceptadas a los que acordaron acogerse, que se conocen como los Principios de Santiago en honor a la ciudad chilena en la que se firmaron. Estos principios establecen estándares de transparencia, responsabilidad y buen gobierno, y obligan a los firmantes a invertir exclusivamente por motivos comerciales. La mayoría de los signatarios mejoraron sus niveles de transparencia en lo que respecta a publicar el flujo de transacciones, la cartera, la estrategia y la información organizativa.

El segundo efecto de los rescates de bancos estadounidenses y europeos por parte de los fondos soberanos ha sido un mayor interés en las actividades de estos fondos, ya que el sector financiero ahora es consciente de su tamaño y sus capacidades de actuación. En consecuencia, los periodistas se han inclinado por supervisar más de cerca su comportamiento de inversión, mientras que hasta 2007 no se prestaba prácticamente atención a los fondos soberanos.

Dicho esto, la política de inversiones de los fondos soberanos ha aumentado. Los principales fondos, como China Investment Corp. (CIC), Korea Investment Corp. (KIC) y Qatar Investment Authority (QIA), todos ellos lanzados a mediados de la pasada década, han contribuido significativamente a la cantidad de inversiones directas de perfil alto efectuadas por el conjunto de fondos soberanos. China y Catar han sido los más activos.

Muchos fondos soberanos también han aumentado la cantidad de inversiones que efectúan por sí mismos, en lugar de a través de gestores de activos externos. Esta tendencia se inició en 2009, en parte debido a que los gestores de inversión no fueron capaces de proteger las carteras de los fondos frente a las pérdidas, pese a sus elevadas retribuciones, lo que empujó a que diversos fondos soberanos crearan servicios internos de gestión de fondos. Ahora, estos equipos de gestión de los fondos soberanos tienen un mayor control y visibilidad sobre las estrategias de inversión y han reducido la factura de comisiones de sus fondos. Como consecuencia de ello, ahora podemos observar inversiones que antes no habría resultado posible detectar. La inversión observable de los fondos soberanos puede estar estableciendo una nueva normalidad posterior a la crisis financiera, en la que los fondos efectúan más inversiones directas centradas en grandes activos ilíquidos como bienes inmuebles e infraestructuras, de modo que resulta más fácil hacer un seguimiento de sus actividades. Pero existen dos tendencias destacables en el comportamiento de inversión público de los fondos soberanos: una mayor visibilidad y un aumento de la inversión directa.

Por último, la escasez mundial de capital y la huida de muchos inversores institucionales hacia la seguridad han reducido la competencia en las transacciones, con lo que los fondos soberanos consiguen activos que probablemente habrían perdido a favor de la competencia durante la burbuja de mediados de la década pasada.



Este fenómeno puede observarse especialmente en clases de activos grandes e ilíquidos como las infraestructuras, donde los fondos soberanos han aumentado su exposición para intentar cubrirse frente a la inflación y asegurar rentabilidades constantes a largo plazo.

## Geografía

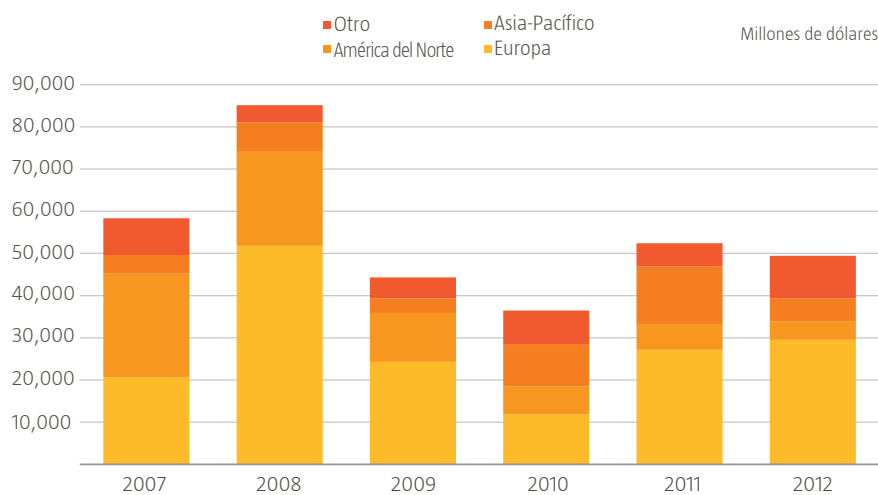
Los mercados desarrollados acapararon la mayor parte de la inversión directa de los fondos soberanos en 2012. Europa siguió siendo la región más atractiva para estos fondos y sumó el 54% (29.500 millones de dólares) del valor de las inversiones que declararon en ese año. No obstante, este flujo de capitales no supone un voto de confianza. Los fondos adquirieron principalmente activos inmobiliarios refugio en Londres y París, y seleccionaron activos de infraestructuras monopolísticas como empresas de suministro de agua y gasoductos en Europa. Tradicionalmente, los fondos soberanos se decantaban por empresas tecnológicas e industriales de la Unión Europea, con el fin de facilitar la transferencia de tecnología y conocimientos a sus economías nacionales. Pero sólo una de las inversiones de este tipo tuvo un importe

considerable: la compra por parte de QIA del 3% del gigante tecnológico alemán Siemens por un valor de más de 3.000 millones de dólares.

Pese a que EE. UU. experimentó un crecimiento económico más fuerte que la Unión Europea en 2012, únicamente atrajo inversiones directas de consideración de fondos soberanos dentro del sector de las materias primas. Varios fondos importantes, incluyendo Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), Government of Singapore Investment Corp. (GIC) y Hong Kong Monetary Authority, invirtieron en el sector inmobiliario. Los fondos soberanos también entraron en sociedades colectivas de varias empresas de inversión privada como el grupo californiano Chernin Group, con sede en Santa Mónica, y EIG Global Energy Partners, con sede en Washington, y efectuaron ciertas inversiones en tecnología y telecomunicaciones en EE. UU. Dicho esto, la mayor parte de la inversión de los fondos soberanos en EE. UU. sigue pasando inadvertida, quizá como reflejo de la opinión que Gao Xiqing, el director general de inversión de CIC, expresó en una mesa redonda en el foro de Boao para Asia en abril de 2013: «EE. UU. no es uno de los países más acogedores del mundo para nosotros.»

Figura 1

Análisis geográfico. Inversión directa extranjera de los fondos soberanos en el período 2007-2012



Fuente: Sovereign Wealth Center (2013).

## Sectores

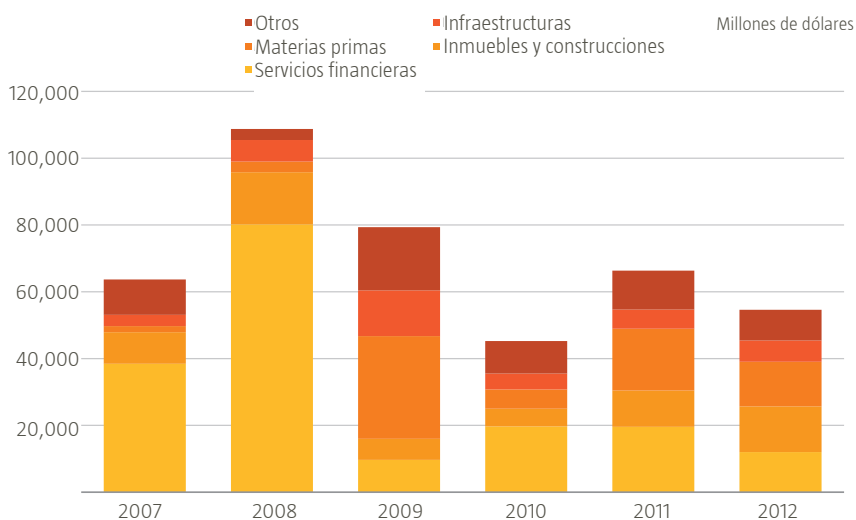
Los servicios financieros, el sector inmobiliario, las materias primas y la infraestructura supusieron cerca del 80% de la inversión directa total publicada de los fondos soberanos en 2012. El énfasis en estos sectores demuestra que los fondos soberanos están adoptando estrategias más diversificadas y a largo plazo,

una tendencia acentuada por la incertidumbre de los mercados públicos. Varios fondos soberanos han decidido invertir en sectores como las materias primas y las infraestructuras, que ofrecen una mayor diversificación y permiten aprovechar los horizontes de inversión a largo plazo de los fondos para captar primas de iliquidez, emplear tendencias macroeconómicas seculares y obtener ingresos constantes.

### 3. Comportamiento de la inversión de los fondos soberanos en 2012

Figura 2

Análisis sectorial. Inversión directa de los fondos soberanos en el período 2007-2012



Fuente: Sovereign Wealth Center (2013).

El sector inmobiliario fue el más importante para los fondos soberanos en 2012 y recogió una cuarta parte de la inversión directa declarada: 52 inversiones por un valor de 13.600 millones de dólares. En su mayoría, los fondos efectuaron estas inversiones en mercados desarrollados, especialmente a través de activos comerciales refugio de Londres y París. El Government Pension Fund Global (CPFG), de 715.000 millones de dólares, hizo aumentar la inversión inmobiliaria de los fondos soberanos al acelerar sus adquisiciones de activos inmobiliarios premium en las principales ciudades europeas durante este año, para intentar alcanzar su asignación del 5% a este sector<sup>1</sup>. En 2012, invirtió más de 4.500 millones de dólares en inmuebles comerciales de primera calidad en Europa.

El State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan (SOFAZ) comenzó invirtiendo en el sector inmobiliario en diciembre de 2012, tras una revisión de su legislación fundacional que permite al fondo asignar hasta un 5% de su capital a esta clase de activos. El SOFAZ gastó más de 400 millones de dólares en inmuebles de Londres y Moscú y anunció la compra del número 8 de Place Vendôme, en París, por 135 millones de euros (174 millones de dólares), una transacción que se completó en marzo de 2013.

<sup>1</sup> Más recientemente, Øystein Olsen, el gobernador del Banco Central de Noruega, comentó la posibilidad de aumentar hasta el 10% de la cartera total en un plazo de diez años.

En 2012, los fondos soberanos evitaron en su mayoría el sector de los servicios financieros, abandonando una tendencia mantenida desde hace tiempo: sólo un 22% del total de la inversión directa pública de los fondos soberanos se destinó a los servicios financieros, un descenso desde el 44% de 2010. En los casos en los que los fondos soberanos sí invirtieron en servicios financieros, se inclinaron por tomar posiciones en entidades financieras de mercados emergentes consolidados. Por ejemplo, Temasek Holdings adquirió en junio por 130 millones de dólares acciones en el Banco del Bajío, con sede en León (México), GIC invirtió 151 millones de dólares en el Türkiye Halk Bankasi, con sede en Ankara, en una oferta de acciones realizada en noviembre, y la nueva emisión de acciones del grupo China Pacific Insurance (Group) Co, con sede en Hong Kong, recaudó más de 1.300 millones de dólares de ADIA, GIC y el noruego Government Pension Fund Global (GPFG) en septiembre.

Los fondos soberanos también se centraron en las materias primas energéticas y no energéticas durante 2012. Un 25% (13.400 millones de dólares) de su gasto total anual declarado se empleó en empresas generadoras de recursos naturales, desde gas natural licuado (GNL) a oro, carbón, fertilizantes y productos agrícolas.

Desde la crisis financiera mundial, los productores de materias primas han resultado cada vez más importantes para los fondos soberanos, que intentan cubrirse frente a la inflación en sus países

de origen captando rentabilidades a largo plazo del superciclo actual del precio de las materias primas. Esta apuesta a largo plazo en materias primas también refleja el deseo de los fondos de sacar beneficio de la creciente demanda de bienes de consumo y energía en los mercados emergentes según va aumentando la renta discrecional en mercados como Brasil, China y la India. Como inversores comprometidos a largo plazo, los fondos soberanos están bien situados para beneficiarse de estas tendencias, pese a la reciente volatilidad de los precios.

## Conclusión

Los fondos soberanos siguen siendo el objetivo de gobiernos de todo el mundo que pretenden utilizar sus horizontes de inversión a largo plazo para invertir en infraestructuras y aumentar su propensión al riesgo para invertir en mercados fronterizos. Sin embargo, el comportamiento de la inversión directa en 2012 sugiere que permanecen inmunes a estas tentativas y se concentran en encontrar objetivos con rentabilidades sólidas y perspectivas de crecimiento que puedan proteger a sus carteras de la inflación en unos niveles de riesgo relativamente moderados.

No obstante, a medida que el objetivo de búsqueda de rentabilidad continúa ampliándose, los fondos soberanos pueden verse presionados: según aumenten las valoraciones y la competencia por los activos, esto puede animarles a expandir sus operaciones a otras clases de activos, como las infraestructuras, con horizontes de rentabilidad a largo plazo, aunque esta inversión probablemente sólo tendrá lugar en mercados desarrollados con fuertes regímenes reguladores.



An abstract graphic design in shades of orange. It features a large circle on the left side, with several lines radiating from its center towards the right. These lines are of varying lengths and thicknesses, creating a fan-like effect. A thin diagonal line runs from the top left towards the bottom right, intersecting the radiating lines. The overall composition is clean and modern.

I

# Análisis Geográfico



**Javier Santiso**

Profesor de Economía, ESADE Business School

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

# Los fondos soberanos en España y América Latina



## 4. Los fondos soberanos en España y América Latina

### 4. LOS FONDOS SOBERANOS EN ESPAÑA Y AMÉRICA LATINA

En nuestro anterior informe hicimos descubrimientos sorprendentes sobre tendencias inéditas en la industria de los fondos soberanos. Una de ellas era el auge de las inversiones de los fondos soberanos y empresas estatales, en particular en España y en empresas españolas<sup>1</sup>. Así, en 2011, España y sus empresas se convirtieron en las apuestas europeas preferidas de los fondos soberanos, por delante de las inglesas, alemanas o francesas.

Igualmente hemos asistido a un auge de las inversiones de fondos (en particular árabes y asiáticos) en América Latina. A veces ambas tendencias estuvieron estrechamente vinculadas: fondos árabes invirtieron en empresas españolas atraídos por su presencia en América Latina; otros lo han hecho directamente en las filiales latinoamericanas de estas entidades.

En 2012-13 estas tendencias se mantuvieron intactas, tal como veremos en este capítulo. Los fondos soberanos siguieron apostando por empresas españolas, sobre todo en aquéllas con fuerte presencia en los emergentes de América Latina. Invertir, por ejemplo, en el Banco Santander, como hizo el fondo catari Qatar Holding, es invertir en una empresa europea (y española) pero de perfil muy específico: una multinacional que podemos denominar euro-latina. En 2012, el Banco Santander obtuvo un 50% de su beneficio en América Latina. Concretamente un 26% lo generó un solo país, Brasil (precisamente es la filial Santander Brasil donde ha invertido directamente el fondo soberano catari), por delante de México (12%) y de Chile (6%). Para valorar la magnitud de estas cifras sólo falta recordar que España apenas presentó ese año un 15% de los beneficios, el Reino Unido un 11% y EEUU (10%). Un caso similar es el de su rival, BBVA, cuyo epicentro latino está en México (en vez de Brasil, como en el caso del Santander).

Las apuestas de los fondos soberanos por España y sus empresas conllevan así, en muchas ocasiones, una dimensión latinoamericana. Este ha sido el caso por ejemplo del fondo de Singapur Temasek que ha invertido a principios del 2013 en la petrolera Repsol más de 1.000 millones por un 5% de la compañía. A su vez, los fondos soberanos más conservadores, como el de Noruega, han mantenido su apuesta por España. En 2012, el NBIM, la gestora del fondo soberano de Noruega, declaró ostentar un 2,9% del total de su cartera en activos (renta fija y renta variable) españoles. En 2011, el Norges Bank Investment Management confiaba el 4,1% de su fondo a nuestro país, frente al 4,6% de 2010. A pesar de esta reducción, España es todavía el 8º país donde el fondo soberano noruego tiene más inversiones, por delante incluso de Holanda y la vecina de Noruega, Suecia.

Las valoraciones atractivas, combinadas con las necesidades de caja y de reducción de deuda de muchas empresas españolas, están abriendo oportunidades importantes para fondos de capital,

soberanos y no soberanos. Así, en 2012-13, las grandes empresas españolas aceleraron la venta de activos con operaciones por más de 15.000 millones de euros. En total las empresas del Ibex 35 han reducido en 2012 su deuda financiera en 18.000 millones de euros. Telefónica y ACS representaron más de la mitad de las operaciones de desapalancamiento (10.500 millones de reducción de la deuda financiera neta), por delante de Repsol, Endesa e Iberdrola.

Fondos de capital riesgo como Triton y Bain Capital se hicieron así, en 2012, con activos de Abengoa (Befesa) y de Telefónica (Atento) por algo más de mil millones en cada operación. Por su parte, en 2013, el fondo francés Edifice inyectó 150 millones en Isolux para crear el líder de aparcamientos y KKR aportó 320 millones de euros a Uralita. Además del fondo soberano Temasek, empresas (muchas veces estatales) de países emergentes también participaron en operaciones importantes, las más sonadas fueron la compra del 20% de NH Hoteles por el grupo chino HNA (por algo menos de 240 millones de euros), la compra del 32% de Medgaz por parte de la argelina Sonatrach y la emiratí CEPSA (que ya es filial al 100% de IPIC), y a principios del 2013 la compra de 51% de los astilleros gallegos Barreras por parte de la petrolera estatal mexicana Pemex.

Ello muestra si fuera necesario, que el apetito inversor extranjero por España no se ha reducido, más bien al contrario: la crisis está (re)abriendo el apetito. La inversión extranjera en la bolsa española repuntó hasta el 39%, aún por debajo del 40% alcanzado en 2009, cuando estalla la crisis, pero por encima de los mínimos de principios del 2012 (38%). Prueba del apetito inversor extranjero es la constitución, de la mano del ex Presidente francés Nicolás Sarkozy, de un fondo de inversiones para Europa del Sur, con un fondo especial en España. El fondo soberano catari Qatar Investment Authority, fundado en 2005 y dotado con más de 130.000 millones de dólares de activos, es uno de los promotores. En diciembre de 2012 comprometió 250 millones de euros en el fondo de capital riesgo de Sarkozy. El fondo todavía no está cerrado ni operativo pero ya tendría nombre (Columbia Investments) y sede (en principio en Londres o París). El objetivo es alcanzar un fondo de capital riesgo de mil millones de euros para invertir en activos en el sur de Europa, con especial interés en España.

Sin duda, 2013 y 2014 serán años de (grandes) movimientos de los accionarios empresariales españoles y no será inusual que participen en ellos más fondos soberanos o empresas estatales y multinacionales de los países emergentes, tal como lo mostraron una vez más las entradas de Temasek o de Pemex en empresas ibéricas a lo largo del 2012-2013.

### Los fondos soberanos en España

Algunas de las operaciones más destacables en el año 2012-13 han sido las protagonizadas por los fondos soberanos asiáticos, en particular los de Singapur y los de China. Si bien en 2011 los fondos árabes fueron los grandes protagonistas de las entradas en empresas españolas, en particular Qatar Holdings, en el periodo más reciente destacaron los asiáticos.

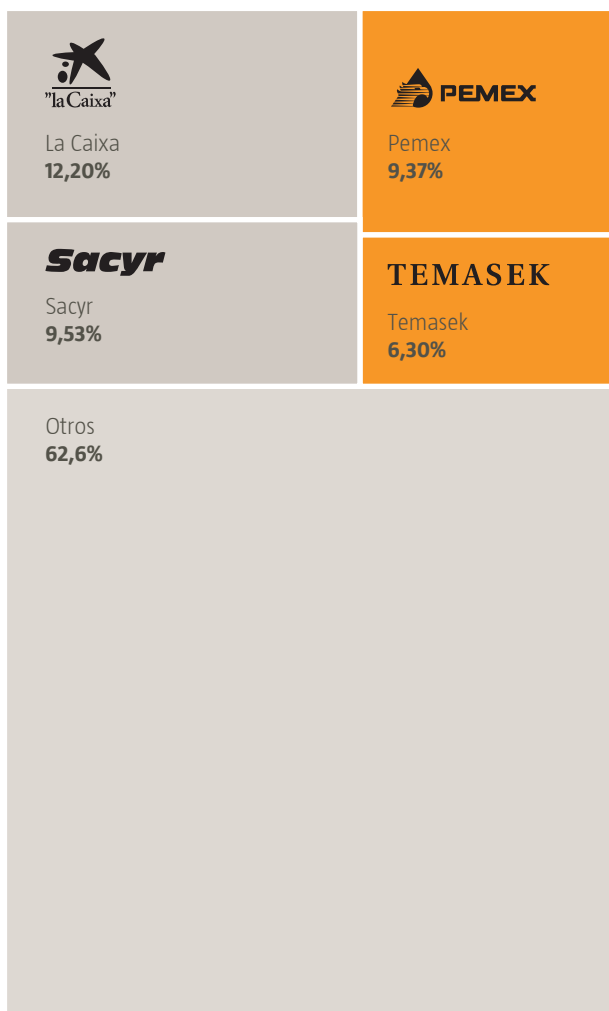
<sup>1</sup> Ver el capítulo dedicado a España del informe anterior [http://itemsweb.esade.edu/wi/Prensa/Fondos\\_Soberanos\\_2012\\_16.10.12.pdf](http://itemsweb.esade.edu/wi/Prensa/Fondos_Soberanos_2012_16.10.12.pdf)



A principios del 2013 el fondo de Singapur, Temasek, se estrenó en España con su entrada en el accionariado de la petrolera Repsol. A mediados del 2013, la participación del nuevo accionista de la multinacional española totalizaba un 6,3% (Temasek ya tenía el 1,25% de Repsol). La inversión superó los 1.000 millones de dólares y se trata, de hecho, de la mayor inversión de Singapur en España realizada hasta la fecha. Este porcentaje le sitúa como el cuarto accionista de la petrolera, por detrás de La Caixa (12,20%), Sacyr (9,53%) y Pemex (9,37%), como lo muestra el gráfico abajo.

**Gráfico 1**  
**Temasek entra en Repsol**

Accionistas principales (% del capital total).



Fuente: ESADEgeo (2013) con datos de CNMV (2013)

Esta inversión ha respondido a una doble lógica –que también habíamos enfatizado en el informe anual anterior– tanto financiera (inversora) como estratégica (industrial). Una de las grandes tendencias de los últimos años, por parte de varios fondos soberanos, ha sido precisamente la búsqueda de un doble objetivo financiero y estratégico. La operación de Temasek en Repsol responde a esta lógica.

No sólo Temasek aprovechó una valoración atractiva de la petrolera sino también buscó potenciar sinergias estratégicas e industriales. Singapur quiere convertirse en un punto neurálgico del comercio de gas natural licuado en Asia y reducir así su dependencia de Indonesia o Malasia. La apuesta por Repsol le permite diversificar sus fuentes de abastecimiento y sobre todo apostar por el negocio de gas natural licuado (GNL). Si bien Repsol vendió a Shell recientemente casi todos sus activos de GNL, tiene un know how importante en este ámbito que Temasek busca aprovechar. Para Repsol, además del interés financiero de la operación, destaca la importancia estratégica de la misma. Con Temasek a bordo, la petrolera se puede abrir paso no solo en el sudeste asiático sino en toda Asia.

Temasek es el prototipo de fondo estratégico que señalamos en el informe anterior: fondos que buscan, en primer lugar, inversiones que generen rentabilidad financiera; pero que tengan también derivadas industriales y estratégicas. Con activos por encima de los 190.000 millones de dólares ha sido uno de los principales motores del auge de Singapur mediante empresas emblemáticas en sectores de las telecomunicaciones como SingTel, del transporte aéreo como Singapore Airlines o la energía. La presencia en Repsol es su primera incursión directa en España –indirectamente lo estaba vía participadas suyas, en particular Inmet Mining, con proyectos mineros de cobre en Sevilla.

## 4. Los fondos soberanos en España y América Latina

La inversión de Temasek en Repsol ilustra también dos de las tendencias que reflejamos en nuestro anterior informe: la llegada de inversión emergente y el interés por utilizar España como plataforma de acceso a nuevos mercados emergentes. Repsol –como muchas empresas del Ibex– tiene un perfil específico en el conjunto de empresas de los países OCDE: su fuerte presencia en emergentes, y entre ellos (no solamente), en América Latina. Este “ADN”, que combina la toma de decisiones en un país OCDE con fuerte presencia en emergentes, convierten a estas empresas en un objetivo muy atractivo para los fondos soberanos e inversores procedentes de los países emergentes. Es una tendencia importante que conviene recalcar de cara al futuro.

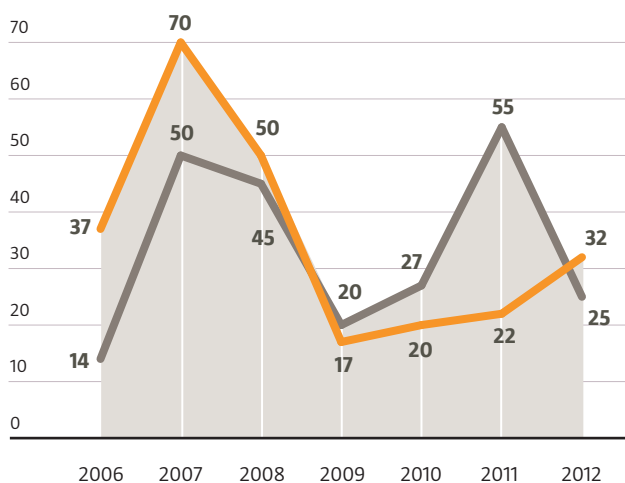
Estamos asistiendo, desde mediados de los años 2000 a un auge sin precedentes de las inversiones de los países emergentes. Esto se refleja, por ejemplo, en el boom de las inversiones extranjeras directas de las economías emergentes hacia las economías maduras. En 2012 éstas alcanzaron 32.000 millones de dólares, superando los 25.000 millones de dólares de inversiones de las economías maduras hacia las economías emergentes como lo muestra el siguiente gráfico.

Gráfico 2

### El reequilibrio de la riqueza

Valor de las transacciones, en miles de millones de dólares

- De Economías Emergentes a Avanzadas
- De Economías Avanzadas a Emergentes



Fuente: ESADEgeo (2013) con datos de PricewaterhouseCoopers (2013)

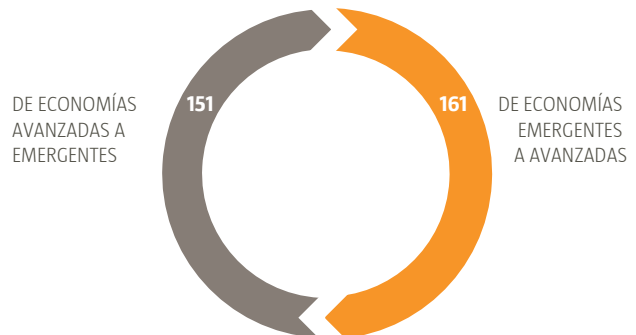
### El auge de las inversiones procedentes de los emergentes en los países OCDE

Esta tendencia apunta hacia las dinámicas actuales y futuras: el auge de las inversiones procedentes del sur<sup>2</sup> –de las cuales los fondos soberanos son partícipes también. Es llamativo el cambio en las dinámicas de flujos de capitales al que hemos asistido en los últimos años. Entre 2008 y 2012, el valor total de las transacciones realizadas por los inversores de las economías emergentes hacia las maduras alcanzó 161.000 millones de dólares, es decir un monto superior a las inversiones de las economías maduras hacia los emergentes (151.000 millones de dólares para el mismo período).

Gráfico 3

### Cambio en el flujo de capitales

Valor de las transacciones, en miles de millones de dólares (2008-2012)



Fuente: ESADEgeo (2013) con datos de PricewaterhouseCoopers (2013)

La creciente inversión de fondos soberanos (así como de multinacionales estatales o privadas de los países emergentes) en empresas españolas a lo largo de la década de los 2010 es una ilustración de esa tendencia más amplia. Un sector dónde, hasta la fecha, los fondos soberanos árabes y asiáticos en particular han sido particularmente activos en España y empresas españolas ha sido el de las energéticas. En la tabla siguiente recogemos así la presencia hasta la fecha de los fondos soberanos en empresas de este sector, incluyendo también las participaciones de empresas estatales como Sonatrach, Sinopec, Enel o Pemex<sup>3</sup> y las

<sup>2</sup> Este es el caso también de América Latina y sus multinacionales; ver sobre este punto y sobre las posibilidades de España como “hub” latino para sedes de multilaterales buscando expandirse hacia Europa, Medio Oriente y África, Javier Santiso, *The Decade of the Multilaterals*, Cambridge y Nueva York, Cambridge University Press, 2013.

<sup>3</sup> Recientemente Pemex ha puesto a la venta un 4,9% de Repsol, más de un 50% de su participación en la petrolera española, por valor de 1.000 millones de euros. Temasek, el fondo soberano de Singapur, ha mostrado interés por ampliar su participación en Repsol (6,3%) a partir del paquete accionario que Pemex ha puesto a la venta.

participaciones del fondo soberano noruego (analizamos este caso con detalle más adelante). Algunas empresas como CEPESA han sido adquiridas totalmente; en otros casos si sumamos participaciones soberanas y estatales, como en Repsol, casi representan una cuarta

parte del accionariado. En otras, como en el caso de Iberdrola, ya más del 10%. Como queda reflejado, en este sector fondos soberanos y empresas estatales ya son socios significativos de varias multinacionales españolas.

Tabla 1

### Fondos Soberanos y SOEs en empresas energéticas españolas

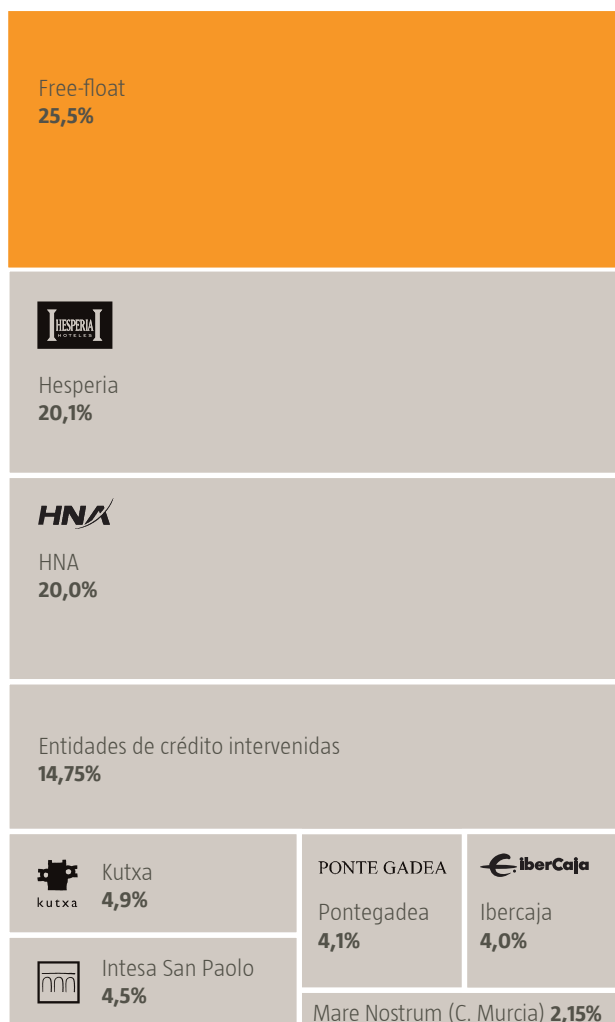
| Empresa española   | Fondo Soberano o entidad estatal * | País de origen | Participación (\$bn) |
|--------------------|------------------------------------|----------------|----------------------|
| Repsol             | Temasek                            | Singapur       | 6.3                  |
|                    | Pemex*                             | México         | 9.5                  |
|                    | Government Pension Fund-Global     | Noruega        | 1.26                 |
| Repsol Brasil      | Sinopec*                           | China          | 40                   |
| Cepsa              | IPIC                               | EAU            | 100                  |
| Iberdrola          | Qatar Holding                      | Catar          | 8.4                  |
|                    | Government Pension Fund-Global     | Noruega        | 1.75                 |
| Gas Natural Fenosa | Sonatrach*                         | Argelia        | 4                    |
|                    | Government Pension Fund-Global     | Noruega        | 0.91                 |
| Endesa             | Enel*                              | Italia         | 92                   |
|                    | Government Pension Fund-Global     | Noruega        | 0.17                 |

Fuente: ESADEgeo, 2013 y CNMV, 2013.

## 4. Los fondos soberanos en España y América Latina

Gráfico 4

Reparto accionarial de NH después de la entrada de HNA



Fuente: ESADEgogo (2013) con datos de NH Hoteles (2013)

La irrupción de entidades de países emergentes en empresas del Ibex tuvo un ejemplo llamativo en otros sectores también, como el de la hostelería. Después de haberlo intentado una primera vez, en 2012 la empresa china HNA ha conseguido en su segundo intento hacerse con el 20% de la cadena de hoteles NH. Este caso es llamativo también porque de esta manera HNA se ha convertido en el principal accionista de la cadena hotelera, junto con Hesperia (que mantiene otro 20% después de la entrada de HNA).

El ejemplo de NH ilustra también el papel dinamizador que tendrán en el futuro las participaciones de entidades financieras intervenidas (como veremos más adelante). En el caso de NH, entidades intervenidas tras la reestructuración bancaria detienen algo menos del 15%. Si añadimos el 6% de IberCaja y de la antigua Caja Murcia, sube hasta más del 20% el paquete accionarial que previsiblemente cambiará de manos en el futuro.

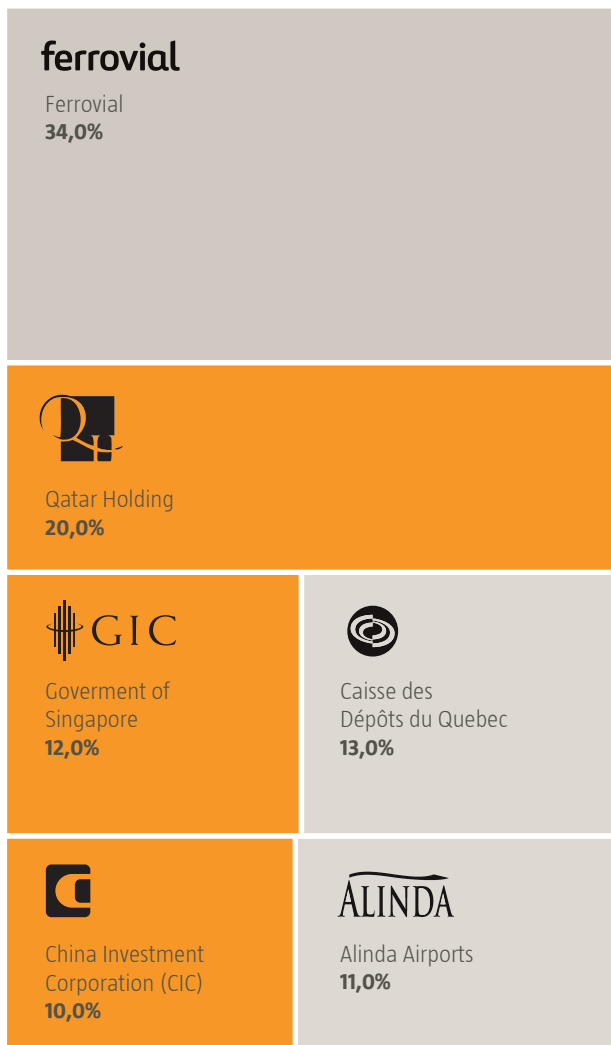
### El protagonismo de las empresas españolas

A lo largo de 2012-2013 son ya numerosas las operaciones que los fondos han realizado en filiales extranjeras de multinacionales españolas o en empresas españolas. Ejemplo de las primeras ha sido el caso del grupo Ferrovial e Iberdrola; ejemplo emblemático de las segundas es el caso de Abertis e Hispasat.

Ferrovial es un claro ejemplo de la capacidad de una multinacional española, con necesidad de desendeudarse y de reorientar su negocio, de abrirse camino en el mundo de los fondos soberanos, utilizando para ello el atractivo de alguna de sus filiales (en este caso no en un país emergente sino en un país OCDE). En 2012 el grupo aceleró su política de desinversiones en su participada británica, la antigua BAA. En total vendió casi el 16% de Heathrow Airport Holdings al fondo catari Qatar Holding, en dos tramos valorados casi en mil millones de euros. Además, y también en 2012, Ferrovial abrió paso al fondo chino CIC, desprendiéndose de otro 5,72% de su participación del gestor británico de aeropuertos por unos 320 millones de euros. La participación de Ferrovial en Heathrow Airport Holdings se quedará en 33,65%, una vez que se materialice la operación con el fondo catari.

Gráfico 5

Heathrow en manos de los fondos soberanos



Fuente: Heathrow Airport Investment Report (2013)

En total Ferrovial redujo, en 2012, su participación en Heathrow Airport Holdings del 44,27% al 33,65%, tras vender a Qatar Holding acciones por importe de 587 millones de euros, y a una filial de CIC International Co., por importe de unos 320 millones de euros. Con estas ventas Ferrovial se ha apuntado unas plusvalías de 186 millones. En un solo año dio entrada a varios fondos soberanos en una de sus filiales, procedentes de dos regiones geográficas diferentes, Asia y Medio Oriente. Tras estas operaciones, puede decirse que los fondos soberanos “controlan,” de hecho, el principal aeropuerto de Reino Unido (y Europa). Si sumamos las participaciones de Catar, China y Singapur (también ahora en el accionariado) alcanzan ya el 42%. El otro accionista de referencia sigue siendo la española Ferrovial que aún conserva un 34%.

Qatar Holding ha sido un inversor particularmente activo con empresas españolas. En 2011, como resaltamos en el informe anual anterior, se convirtió en uno de los principales accionistas de Iberdrola y del Santander, al invertir en cada una de estas entidades algo más de 2.000 millones de dólares y adquirir participaciones por encima del 6%. En 2012 también entró en Iberdrola, otro ejemplo de cómo una multinacional española euro-latina consigue atraer la inversión de un fondo soberano en una de sus filiales, en este caso de un país emergente. La apuesta de Catar por Iberdrola se explica no tanto por España sino por Brasil, donde la multinacional energética posee proyectos industriales de calado.

Qatar Holding se ha convertido así en el principal accionista de Iberdrola. En apenas un par de años esta multinacional del Ibex ha reconfigurado ampliamente su accionariado logrando una presencia internacional mucho mayor a través de un fondo soberano. Hace un par de años, la española ACS era el principal accionista de Iberdrola con algo más del 18%. A lo largo del 2012 tuvo que desprenderse de esta participación, dada su necesidad de desapalancamiento, y permitió la entrada de inversores internacionales como BlackRock, Société Générale y otros más. La entrada en su día de Qatar Holding no sólo inyectó liquidez sino que abrió todavía más el apetito inversor internacional por la empresa energética. La entrada de un fondo soberano sirvió para anclar la inversión de otros inversores institucionales internacionales.

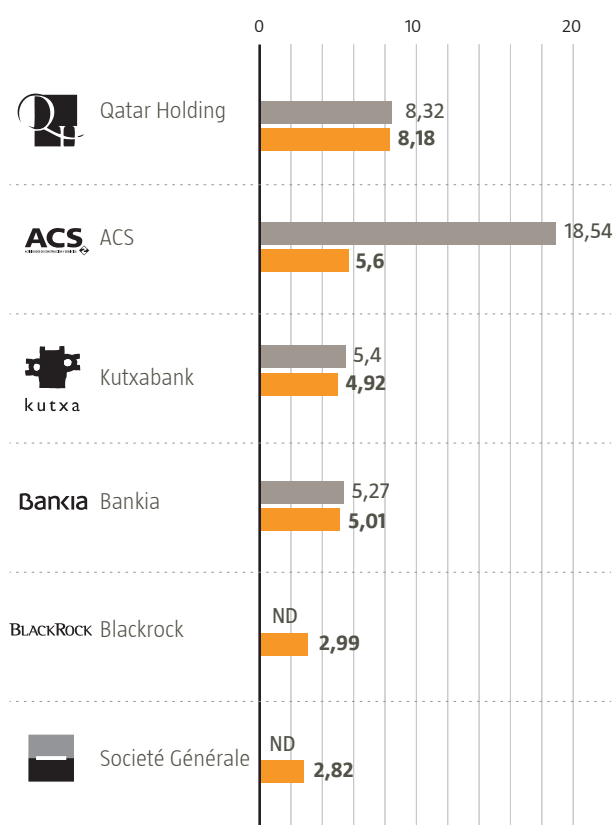
## 4. Los fondos soberanos en España y América Latina

Gráfico 6

Qatar Holding se convierte en el principal accionista de Iberdrola

Accionistas principales (% del capital total)

● Hace un año ● Ahora



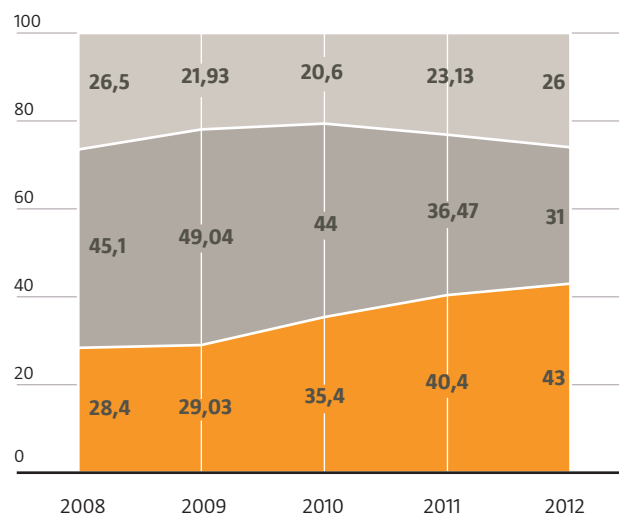
Fuente: ESADEgeo (2013) con informes de gobierno corporativo 2011 y 2012.

Iberdrola es un ejemplo ilustrativo del amplio reordenamiento accionarial que se está dando en las principales empresas españolas. En concreto, muestra la internacionalización creciente de su accionariado. Tal como lo ilustra el gráfico siguiente, cuando estalla la crisis, en 2009, las entidades nacionales controlaban un 49% del capital de Iberdrola. En 2012, ese porcentaje se había reducido al 31%. Paralelamente, las entidades extranjeras (entre ellas Qatar Holding y otros fondos de inversión internacionales) pasaron de detener algo más del 29% a un total del 43% entre 2009 y 2012. En cierto modo, se podría decir que si bien la década del 2000 ha sido la de la internacionalización de los ingresos para muchas compañías del Ibex, la de los 2010 lo está siendo del capital. Es previsible que los movimientos no se detengan aquí: en Iberdrola, para seguir con este ejemplo, participan varias cajas y bancos que sea por necesidades regulatorias (Kutxabank) o por imposición debido a su intervención (Bankia) deberán desprenderse de sus participaciones, que suman un total de casi el 10% (al que habría que sumar el 5,6% que todavía está en manos de ACS).

Gráfico 7

Iberdrola: internacionalizando el capital de la compañía\*

● Entidades extranjeras ● Entidades españolas ● Inversores privados



Distribución del capital por tipo de accionista, en porcentaje

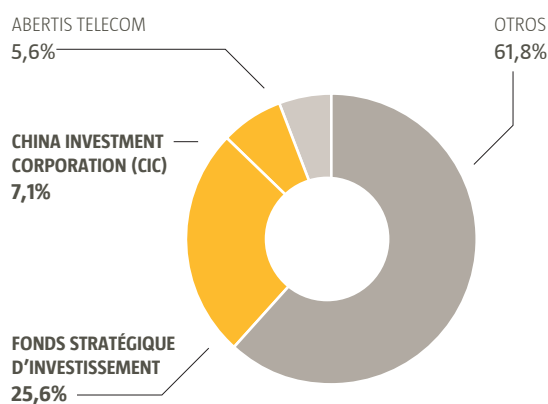
Fuente: ESADEgeo (2013) con datos del Informe de Gobierno Corporativo de Iberdrola (2013)

Por último, cabe resaltar el caso de Abertis e Hispasat: una operación “a varias bandas.” En 2012, Abertis Telecom vendió un 7% de su participación en la multinacional de satélites Eutelsat al fondo soberano chino CIC. Abertis Telecom mantiene un 5,6% del capital. El resto se reparte ahora entre CIC y el fondo soberano francés que posee el 25,6% del capital. Entre ambos fondos, un tercio de la principal empresa de satélites europea está hoy en día en manos de dos fondos soberanos, uno de ellos chino, el otro francés.

Esta operación demuestra, si fuera necesario, el apetito creciente por parte de los fondos soberanos por los sectores de alto valor añadido (en este caso las tecnologías de satélites de comunicación), como veremos en un capítulo específico más adelante. Demuestra también la capacidad de un actor (Abertis) para atraer inversión de fondos soberanos.

Gráfico 8

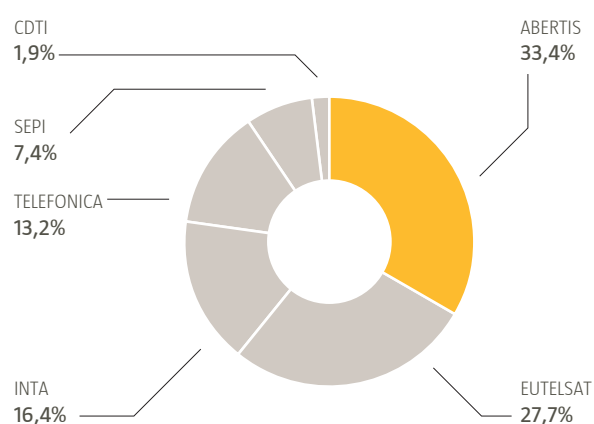
Accionariado de Eutelsat: Más del 30% en manos de fondos soberanos



Fuente: ESADegeo (2013) con datos de Eutelsat (2013)

Gráfico 9

Accionariado de Hispasat



Fuente: ESADegeo (2013) con datos de Hispasat (2013)

Las consecuencias de esta entrada china provocan que –indirectamente– CIC abra una ventana sobre Hispasat, una multinacional española, participada por Eutelsat en más del 27%. Los otros dos accionistas de referencia siguen siendo Abertis (con algo más de 33%) y el Estado español, vía INTA, CDTI y SEPI (con otro 26%). Telefónica, por su parte, detiene algo más del 13%.

### La apuesta de los fondos financieros

Los fondos de índole más financiera, que no buscan sinergias industriales, también mantuvieron su apuesta por España. Este es el caso en particular del fondo soberano noruego: España es el octavo país en el que más dinero tiene invertido este fondo. En total, al cierre de 2012, el fondo noruego contaba con inversiones por valor de casi 15.000 millones de euros en España. La mayoría (8.500 millones) correspondían a renta fija y el resto a renta variable, un 3,9% más que en 2011. El gran movimiento lo protagonizó la renta fija donde el fondo noruego redujo su exposición a deuda española entre 2011 y 2012 en más de dos tercios (-69,2%).

Tabla 2

El (gran) rebalanceo financiero de la cartera española del fondo soberano noruego en 2012

| Inversión*       | 2012   | 2011   | 2012/2011 |
|------------------|--------|--------|-----------|
| Renta Fija       | 7.862  | 9.010  | -12,74%   |
| Deuda del Estado | 712    | 2.313  | -69,21%   |
| Renta Variable   | 6.297  | 6.060  | 3,91%     |
| Total            | 14.871 | 17.383 | -14,45%   |

\* millones de €

Fuente: ESADegeo (2013) con datos del NBIM (2013).

## 4. Los fondos soberanos en España y América Latina

Este fondo es el primer fondo soberano del mundo con un patrimonio de 715.000 millones de euros en 2013, es decir algo más de 1,6 veces la capitalización total del Ibex 35. En 2012, el fondo noruego realizó dos tipos de movimiento con respecto a España: aumentó su apuesta por las empresas españolas, en particular las grandes del IBEX 35, y a la vez, redujo su exposición a la deuda pública española. Su cartera de bonos del Tesoro español al cierre del pasado ejercicio 2012 sumaba así 5.260 millones de coronas (712 millones de euros), un 69,2% menos que en 2011. España deja así de formar parte de los diez países preferidos por el fondo noruego para componer su cartera de renta fija soberana. En 2011 todavía era el octavo emisor soberano con mayor peso. Ha sido desplazado por países emergentes como México y Corea del Sur; los emergentes son la nueva gran apuesta del fondo.

Este movimiento en renta fija española contrasta con lo ocurrido en la renta variable ibérica, un movimiento que no ha sido específico de España. El fondo noruego ha reducido a un mínimo histórico sus inversiones en renta fija que ahora representan 36,7% del total de su cartera. La apuesta por la renta variable aumentó efectivamente en muchos países, mientras reducía la exposición a los bonos estatales. Así, en 2012, más del 61% de su cartera estuvo invertida en renta variable, destacando algunas empresas españolas entre ellas. En total, a principios del 2013, el fondo noruego tenía inversiones en 69 cotizadas españolas (frente a 75 el año 2011). Estas inversiones no son todas directas, pasan en parte por gestores privados. En España, parte de la cartera del fondo soberano noruego está gestionada, desde 2011, por un gestor local, Bestinver.

En España, más allá del Ibex destacan algunos valores más pequeños. El fondo posee el 4,3% de los laboratorios farmacéuticos Rovi, casi un 4% (frente al 2,73% del año anterior) de Miguel y Costas y casi 3% de Azkoyen. También aparece en el capital del Ibex, en particular de NH Hoteles, Santander, BBVA y Telefónica. En la mayoría de estas empresas aumentó su participación con respecto al año anterior. A principios del 2013 Noruega tenía así el 2,12% del capital del Banco Santander (frente al 2,05% de un año antes), el 2,21% del BBVA (en 2011 era el 1,98%), el 2,15% de las acciones de Telefónica (frente al 1,88%) y el 1,75% de Iberdrola (un 1,2% en 2011). También controlaba el 2,38% de Pescanova, la multinacional gallega en dificultades y concurso de acreedores.

Dentro del Top 10 de sus participaciones y principales inversiones españolas aparecen así, sin sorpresa, los grandes del Ibex Santander, y Telefónica, en las cuales han volcado más de mil millones de euros en cada una. Le siguen empresas como BBVA, Inditex e Iberdrola (en las tres aumentó su inversión en 2012) y luego Repsol y Ferrovial. Amadeus, Gas Natural y Grifols cierran este Top 10, en estas tres últimas con inversiones inferiores a los 100 millones de euros en cada una (ver tabla abajo).



Tabla 3

## Las principales apuestas españolas del fondo soberano noruego

| Top 20 | Empresa              | 2012         | 2011         | 2012/2011    |
|--------|----------------------|--------------|--------------|--------------|
| 1      | Santander            | 1.389        | 1.029        | 34,98%       |
| 2      | Telefónica           | 990          | 1.145        | -13,53%      |
| 3      | BBVA                 | 833          | 646          | 28,94%       |
| 4      | Inditex              | 600          | 404          | 48,51%       |
| 5      | Iberdrola            | 447          | 341          | 31,08%       |
| 6      | Repsol               | 240          | 573          | -58,11%      |
| 7      | Ferrovial            | 181          | 170          | 6,47%        |
| 8      | Amadeus              | 131          | 95           | 37,89%       |
| 9      | Gas Natural          | 123          | 67           | 83,58%       |
| 10     | Grifols              | 106          | 63           | 68,25%       |
| 11     | Abertis              | 93           | 81           | 14,81%       |
| 12     | Banco de Sabadell    | 90           | 89           | 1,23%        |
| 13     | ACS                  | 77           | 90           | -14,44%      |
| 14     | DIA                  | 70           | 52           | 34,61%       |
| 15     | Enagás               | 62           | 55           | 12,72%       |
| 16     | Banco Popular        | 53           | 73           | -27,39%      |
| 17     | Indra Sistemas       | 47           | 44           | 6,81%        |
| 18     | Corp Financiera Alba | 43           | 42           | 2,38%        |
| 19     | CaixaBank            | 38           | 72           | -47,22%      |
| 20     | Acerinox             | 33           | 49           | -32,65%      |
|        | <b>Total</b>         | <b>5.646</b> | <b>5.180</b> | <b>9,00%</b> |

Fuente: ESADEgeo, 2013, con datos del NBIM, 2013. Millones de euros.

Dentro de sus inversiones en el Top 10 mundial, sin embargo, no figura ninguna empresa española. Tampoco figuran empresas españolas en su Top 10 mundial de acciones en las que el fondo tiene un mayor porcentaje de la compañía: destacan aquí una irlandesa, Smurfit Kappa (donde controla el 9,5% de la empresa), otra de Inglaterra, Great Portland Estates (8,9%), varias finlandesas como Stora Enso y UPM-Kymmene (8% de cada una), e incluso alguna china como China Water Affairs (7,6%).

Más allá de la renta fija y la renta variable, cabe destacar algo interesante para España. El fondo inició andanzas en inmuebles (por ahora representan tan solo el 0,7% de su cartera pero aumentará hasta alcanzar en los próximos años el 10%). Por ahora España no parece estar al día en este segmento: En 2012 se ha desprendido de varias participaciones en empresas españolas (media docena), casi todas en el sector inmobiliario. Éste ha sido el caso, por ejemplo, de Realia o de Quabit; también salieron de Banco Pastor o el Banco de Valencia.

## 4. Los fondos soberanos en España y América Latina

### Infografía 1

### Inversiones públicas después del FROB

El sector público español ha expandido su influencia más allá de las inversiones tradicionales de la SEPI, el Grupo Fomento y el Grupo Patrimonio. Ahora, tras la creación del FROB, el sector público incluye importantes holdings bancarios.

### Inversiones públicas tradicionales

Información a 31 de diciembre de 2012

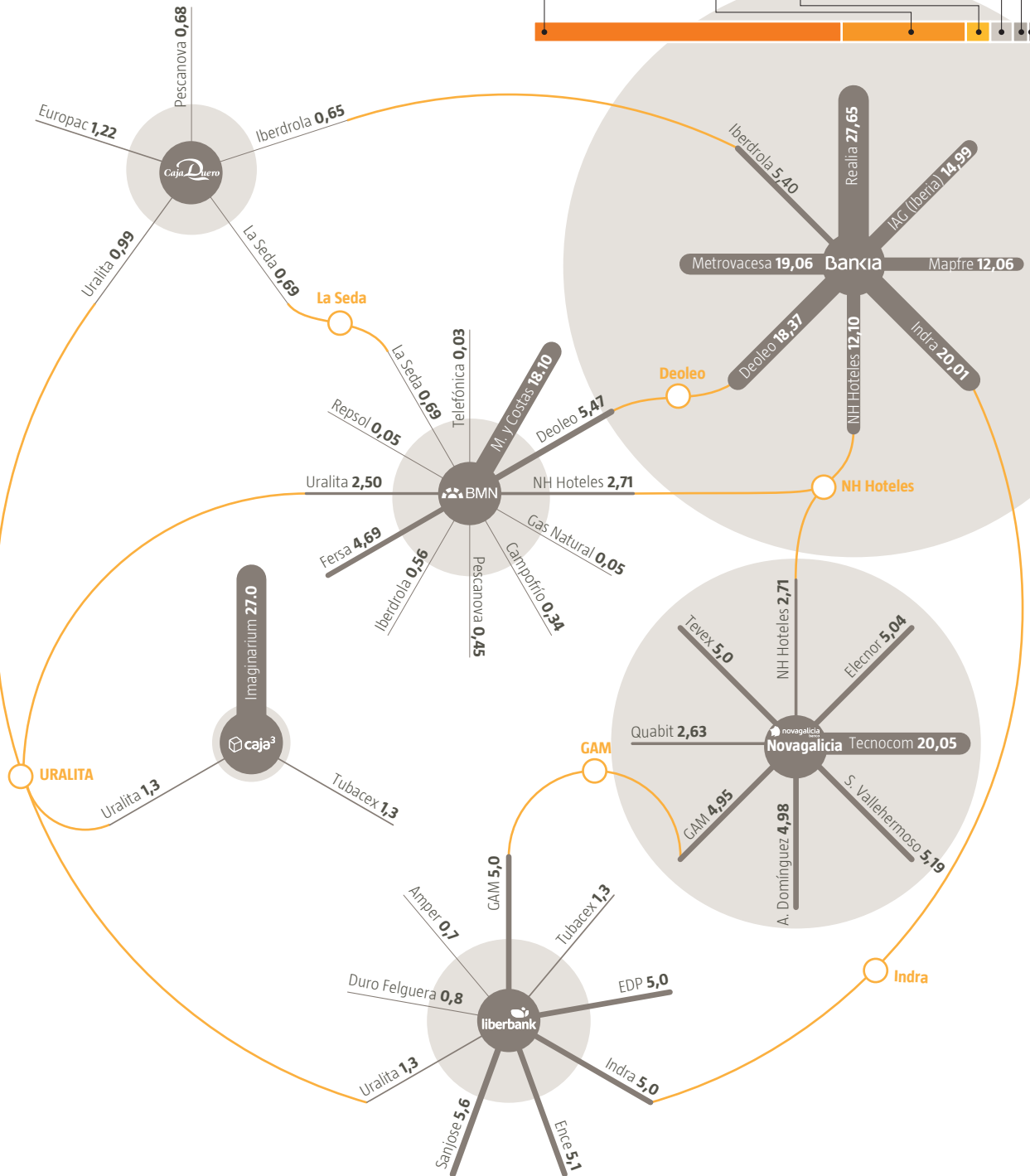
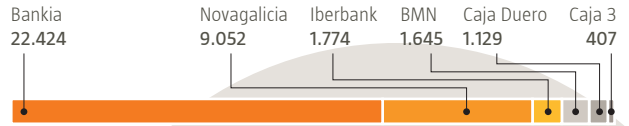


Fuente: ESADEgeo (2013).

## Nuevas inversiones bancarias

Grosor del trazo: porcentaje de capital  
 Área sombreada: Asistencia total en efectivo del FROB

## Asistencia total en efectivo del FROB (Mill. €)



## 4. Los fondos soberanos en España y América Latina

### Las participadas bancarias: ¿más oportunidades?

Las participaciones industriales de las cajas y los bancos españoles configuran, de cara al futuro, más oportunidades potenciales para los fondos soberanos.

Los dos principales casos, por su importancia, son las participadas por Bankia y por La Caixa. En menor medida también encontramos otras cajas, muchas de ellas ahora intervenidas, nacionalizadas o liquidadas.

La Caixa estudia rehacer un holding con sus participadas (recrear lo que fue en su día Critería) para poder vender una parte. La normativa financiera europea de Basilea III, que penaliza las inversiones industriales, juega a favor de un movimiento de este tipo, que permitiría a La Caixa reforzar su solvencia y centrarse en el negocio bancario. De los más de 18.000 millones de euros que todavía acumulan las cajas en compañías, La Caixa suma unos 13.000 millones –sin contar participaciones del área financiera o no cotizadas como Agua de Valencia o Isolux. En Critería, la sociedad de inversiones no cotizada, siguen varias participaciones históricas, como GasNatural (de la cual La Caixa detiene casi el 35%) y Abertis (de la cual La Caixa posee casi el 23%). CaixaBank, que sí cotiza, controla varios activos estratégicos como Repsol (de la cual posee el 12,2%) y Telefónica (5,6%) y otros que la entidad fue asumiendo conforme absorbía otras entidades financieras, por ejemplo el caso de Deoleo (5%) y Fluidra (8%).

Las participaciones de las ex cajas (muchas ahora intervenidas, participadas o detenidas por el Estado) también abarcan muchas empresas. A título de ejemplo, Isolux Corsán, por ejemplo, tiene participaciones de 2 familias (Delso y Gomis, ambas con 28%) pero está también participada por Banca Cívica (25%) y CajAstur (12%). A su vez Isolux controla el 11% de Aernnova, una empresa aeronáutica que en su día estuvo en proceso de compra por parte de un fondo árabe (Mubadala). El rizo continúa: Aernnova –empresa vitoriana– está a su vez participada por el banco Castilla-La Mancha, en un 34%, y por EBN Banco, en otro 11%<sup>4</sup>. Este ejemplo, sencillo, muestra el complejo entramado de participaciones; muchas de estas posiciones tendrán que deshacerse a lo largo de los próximos años y ello invita a una reflexión más estratégica. Las cajas intervenidas (o parcialmente nacionalizadas) ofrecen un amplio abanico de participaciones industriales y otras tantas oportunidades potenciales para socios inversores de largo plazo (más allá de la lógica de operaciones financieras de corto plazo).

Bankia agrupa importantes participaciones industriales, en sectores claves como las nuevas tecnologías y defensa. Posee más del 20% de Indra. También está en Metrovacesa (19%), NH Hoteles (casi 16%), Mapfre (15%), IAG / Iberia (12%) o Iberdrola (5,4%), sólo por mencionar algunas de las más significativas (ver Infografía 1). Para todas estas empresas, Bankia será un árbitro de los futuros dueños. En algunos casos, la

inversión de fondos soberanos, es decir capital de largo plazo, podría ser una opción a valorar.

Un caso llamativo es el de la cotizada en el Ibex Indra. No sólo Bankia posee un 20% de la multinacional tecnológica, sino que otras cajas también se asoman, como Liberbank, con un 5%.

Otra caja intervenida con cartera industrial importante es Novagalicia. Ésta posee, por ejemplo, el 20% de la tecnológica TecnoCom y el 5% de empresas como Sacyr, Elecnor, Tavex o Adolfo Domínguez.

Amper es un buen ejemplo de empresas participadas por cajas que, en el pasado, despertaron el interés de fondos soberanos. Caja Castilla-La Mancha es uno de sus accionistas con el 8,08%. Jerez y Sevilla Monte de Piedad y Caja de Ahorros San Fernando de Huelva es otro de sus accionistas con el 3,03%<sup>5</sup>. En total suman algo más del 11% a lo que se pueden añadir los 6,1% que controla Telefónica, que busca vender participaciones no estratégicas para hacer caja como hizo en 2012 con Atento y Rumbo.

Las demás cajas poseen participaciones de menor importancia. Aunque la suma de desinversiones sí producirá grandes reconfiguraciones accionariales. Caja3 está, sobre todo, presente en Imaginarium (23%) y en menor medida en Uralita (1,3%) en Tubacex (1,3%). Pero todo suma: en Uralita también encontramos en el accionariado otras cajas que tendrán que desprenderse de sus participaciones, como, por ejemplo, Caja España Duero que posee casi el 5% de esta empresa (ver gráficos abajo) y Liberbank (con otro 1,3%). También encontramos en ella a BNM (con un 2,5%), otra entidad con participaciones (muy) minoritarias en grandes cotizadas como Telefónica, Iberdrola, GasNatural, Repsol, Pescanova, NH Hoteles o Campofrío. En total, las diferentes cajas mencionadas poseen algo más de 5% de Uralita, una empresa que en 2013 tuvo que llamar a las puertas del fondo de capital riesgo americano KKR para encontrar la liquidez que no obtenía ya en el sistema financiero tradicional.

Los imperativos de desinversiones de las (ex) cajas y bancos españoles provocarán más movimientos accionariales en lo que queda de década. Este fenómeno se une además al gran desapalancamiento que iniciaron las propias empresas y multinacionales españolas. Solo en 2012, las principales del Ibex, lideradas por Telefónica, ACS<sup>6</sup> y Repsol, han reducido casi 17.000 millones de euros sus deudas, a base de ventas de activos considerados ya como no estratégicos. En la siguiente tabla recogemos las principales magnitudes.

Este movimiento se aceleró en 2012 y todo apunta a que 2013 será otro año de similar intensidad. Las empresas del Ibex afrontan en su conjunto, en 2013, pagos de deuda por más

<sup>4</sup> Ver el informe anual [http://www.aernnova.com/user/sp/images/memoria\\_aernnova\\_11.pdf](http://www.aernnova.com/user/sp/images/memoria_aernnova_11.pdf)

<sup>5</sup> Ver <http://amper.laborsavirtual.com/accionistas-amper.html>

<sup>6</sup> En el mes de Mayo, la constructora alemana Hochtief, propiedad al 100% de ACS, vendió su división de aeropuertos al fondo de pensiones canadiense PSP por 1.100 millones de euros. Con la operación ACS perseguía reducir su deuda.

de 45.800 millones de euros. Algunas como Iberdrola, ACS y FCC tienen vencimientos de deuda corriente por más de 4.000 millones de euros cada una; Repsol, otro tanto; Sacyr por más de 3.000 millones; Acciona y GasNatural por más de 2.000 millones; Abengoa, Abertis, Ferrovial, y RRE por más de mil millones de

euros cada una. En el caso de Telefónica los vencimientos de deuda alcanzan los 10.000 millones de euros. La mayor parte de estas empresas ya hicieron un importante esfuerzo en 2012 reduciendo el apalancamiento total del Ibex a 270.000 millones de euros.

Tabla 4

### Deuda total y financiera de las principales empresas del IBEX 35

| Top 20 | Entidad       | Deuda total 2012* | 2012/2011 | Deuda Financiera Neta** | 2012/2011 |
|--------|---------------|-------------------|-----------|-------------------------|-----------|
| 1      | Telefónica    | 66,662            | 0.5%      | 58,815                  | -8.6%     |
| 2      | ACS           | 11,070            | -30%      | 6,543                   | -44%      |
| 3      | Repsol        | 18,794            | -6.2%     | 12,891                  | -25.8%    |
| 4      | Endesa        | 9,158             | -27.8%    | 7,172                   | -27.5%    |
| 5      | Iberdrola     | 32,883            | -1%       | 29,840                  | -4.2%     |
| 6      | OHL           | 5,322             | -19.3%    | 4,539                   | -16.5%    |
| 7      | ArcelorMittal | 20,200            | -0.4%     | 16,717                  | -3.3%     |
| 8      | Amadeus       | 1,894             | -15.5%    | 1,495                   | -18.8%    |
| 9      | Grifols       | 2,774             | -6.2%     | 2,301                   | -12%      |
| 10     | Ferrovial     | 8,224             | 4%        | 5,244                   | -5.7%     |
| 11     | Acerinox      | 1,163             | 10.7%     | 581                     | -34.5%    |
| 12     | Sacyr         | 9,372             | -2.2%     | 8,747                   | -2.8%     |
| 13     | DIA           | 965               | 12.9%     | 615                     | 8.7%      |
| 14     | Indra         | 702               | 18.0%     | 633                     | 23.2%     |
| 15     | REE           | 4,960             | 4.5%      | 4,920                   | 4.1%      |
| 16     | Abertis       | 16,848            | 15.9%     | 14,466                  | 2.3%      |
| 17     | Acciona       | 9,046             | 1.0%      | 7,850                   | 5.9%      |
| 18     | IAG           | 4,798             | -1.7%     | 3,436                   | 18.2%     |
| 19     | FCC           | 8,391             | -4.4%     | 7,225                   | 11.6%     |
| 20     | Abengoa       | 11,693            | 14.9%     | 9,200                   | 42.9%     |
|        | <b>Total</b>  | <b>244,919</b>    |           | <b>203,230</b>          |           |

Nota\*: La deuda total se ha calculado sumando los conceptos 1131 y 1133 del balance depositado en la CNMV, correspondientes a las partidas «deuda con entidades financieras» del pasivo no corriente y del pasivo corriente.

Nota\*\*: La deuda financiera neta se ha obtenido restando el «efectivo y otros activos líquidos equivalentes» (concepto 1072) a la deuda total.

Fuente: ESADegeo, 2013, en base a datos de la CNMV, 2013.

## 4. Los fondos soberanos en España y América Latina

### Las inversiones de los fondos soberanos en América Latina

Muchas de las participadas estatales carecen de una característica clave que ha servido de gancho para la participación de varios fondos árabes y asiáticos en empresas privadas españolas: la fuerte presencia de éstas en América Latina. Como vimos en el caso de Temasek en Repsol o el de Qatar Holding en Iberdrola (recogido de manera explícita en el Informe Fondos Soberanos de 2012) el atractivo latino ha sido y sigue siendo importante para estos inversores.

América Latina estuvo ampliamente en el radar inversor de los fondos árabes y asiáticos. Algunos incluso abrieron oficinas en México y Brasil (como Temasek); otros, desde sus bases internacionales en Toronto (CIC) o Londres (GIC), rastrean oportunidades en América Latina. Ninguno ha abierto oficinas en España para utilizar el país como cabecera de inversión tanto en Europa como en América Latina (por ejemplo Qatar Holding podría aprovecharse de sus vínculos ya importantes en este sentido con Iberdrola, Santander o Ferrovial y asentar una base internacional para América Latina e incluso Europa en Madrid).

La región está claramente en el radar de estos inversores. No sólo se interesan por los sectores tradicionales —energéticos— si no que muestran interés por sectores de mayor valor añadido, incluidos los tecnológicos (ver capítulo sobre fondos soberanos y tecnología, en este mismo Informe). Ya aparecen inversiones de fondos soberanos en grupos locales tecnológicos como Televisa y América Móvil, en México, o Sonda, en Chile.

Tabla 5

### Inversiones de los Fondos Soberanos en empresas tecnológicas Latinoamericanas

| Top 5 | Compañía               | País   | Fondo Soberano                 | Inversión * |
|-------|------------------------|--------|--------------------------------|-------------|
| 1     | América Móvil          | México | Government Pension Fund-Global | 408         |
| 2     | Telefónica Brasil      | Brasil | Government Pension Fund-Global | 183         |
| 3     | Grupo Televisa         | México | Government Pension Fund-Global | 131         |
| 4     | Amyris Biotechnologies | Brasil | Temasek                        | 25          |
| 5     | Sonda                  | Chile  | Government Pension Fund-Global | 10          |

\* Millones de Dólares

Fuente : ESADeGeo, 2013.

Las inversiones de estos fondos abarcan a veces montos importantes como en el grupo brasileño EBX de Eike Batista, en el cual el fondo árabe Mubadala realizó en 2012 la mayor operación realizada hasta la fecha por un fondo árabe en el continente, con una inversión de 2.000 millones de dólares. Igualmente, Temasek realizó inversiones importantes en Odebrecht Oil & Gas (del cual posee ya un 14,3%), mostrando así su apetito por invertir en países BRICs. Temasek también se mostró muy activo en China, incluso en sectores tecnológicos, tomando posiciones en Alibaba. También posee el 15,4% de San Antonio International.

Tabla 6

## Principales participaciones de los Fondos Soberanos en compañías brasileñas a 1/01/2013

| Fondo Soberano                                 | Compañía                                | País   | Valor                     | Sector             |
|--|---|--------|---------------------------|--------------------|
| Fundo Soberano do Brasil                       | Petróleo Brasileiro Petrobras SA        | Brasil | 4.897 millones de dólares | Energía            |
| Mubadala                                       | EBX                                     | Brasil | 2.000 millones de dólares | Minería/Energía    |
| NBIM   | Petróleo Brasileiro Petrobras SA        | Brasil | 888 millones de dólares   | Energía            |
| NBIM   | Vale SA                                 | Brasil | 762 millones de dólares   | Minería            |
| NBIM   | Itau Unibanco Holding SA                | Brasil | 656 millones de dólares   | Banca              |
| NBIM   | Banco Bradesco SA                       | Brasil | 415 millones de dólares   | Banca              |
| Temasek  | Odebrecht Oil & Gas                     | Brasil | 400 millones de dólares   | Energía            |
| NBIM   | Companhia de Bebidas das Americas Ambev | Brasil | 373 millones de dólares   | Alimentación       |
| NBIM   | Telefónica Brasil SA                    | Brasil | 184 millones de dólares   | Telecomunicaciones |
| NBIM   | Itausa Investimentos Itau SA            | Brasil | 172 millones de dólares   | Financieros        |
| Government of Singapore Investment Corporation | BR Properties SA                        | Brasil | 167 millones de dólares   | Inmobiliario       |
| NBIM   | Banco Santander Brasil SA               | Brasil | 117 millones de dólares   | Banca              |
| NBIM   | Alpargatas SA                           | Brasil | 107 millones de dólares   | Calzado            |
| Government of Singapore Investment Corporation | Alianse Shopping Centers SA             | Brasil | 69 millones de dólares    | Inmobiliario       |
| Temasek Holdings                               | Petróleo Brasileiro Petrobras SA        | Brasil | 63 millones de dólares    | Energía            |

Fuente: Fletcher SWF Transaction Database, 2013 (creada originalmente por Monitor Group).

Igualmente el fondo chino CIC inició inversiones en América Latina, en particular en Brasil. Así en 2011, las inversiones de CIC en la región alcanzaban un total de 5,4% de sus inversiones en empresas cotizadas, todavía muy por detrás de lo invertido en América del Norte (41,9%), Asia (29,8%) o Europa (21,7%) pero por delante de África y Medio Oriente (1,2%). Por ahora dominan en su cartera las inversiones en entidades financieras (17% del total de la cartera de inversiones en renta variable) y en sectores energéticos. En Brasil destacan sus inversiones en bonos vinculados a la inflación (inflation-linked bonds).

Brasil es, de hecho, el principal foco de atención de estos inversores hasta la fecha en la región. La tabla abajo recoge todas las inversiones realizadas por los fondos soberanos en este país, en empresas tan diversas como la minera Vale, la multinacional cosmética Natura o la empresa de autobuses MarcoPolo, así como en los principales bancos del país. En total estas inversiones suman en 2013, 8.870 millones de dólares.

Otros países de atención creciente son México, Chile y Colombia y, más puntualmente, Perú y Panamá. Temasek, de Singapur ha invertido en LAN (1,2%), la aerolínea chilena fusionada en 2012 con la brasileña TAM para dar lugar a uno de los líderes mundiales del sector, LATAM. Por su parte GIC, también de Singapur, ha invertido en activos indirectamente latinoamericanos como la multinacional Bunge, cotizada en Nueva York, de la que posee desde 2012 un 5% (por una inversión total de casi 500 millones de dólares). Además de inversiones en empresas cotizadas, GIC inició una estrategia agresiva de inversiones en private equity, con más del 11% de su cartera de inversiones en capital riesgo en mercados emergentes; realiza inversiones que oscilan entre los 50 y 600 millones de dólares en fondos de capital riesgo emergentes, incluidos los especializados en América Latina. Participó así en el fondo latinoamericano de Advent (de un total de 1.300 millones de dólares) en el 2007<sup>7</sup>.

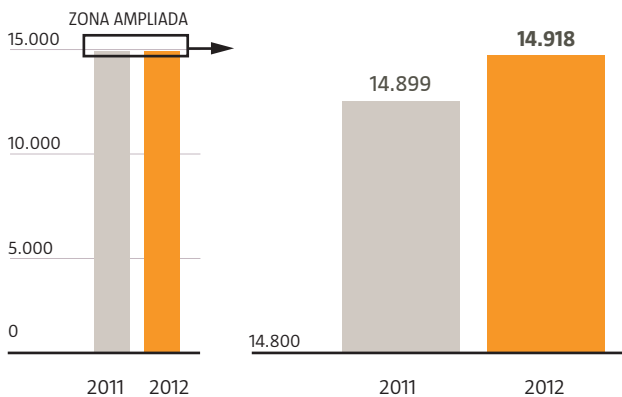
<sup>7</sup> Dentro de sus participaciones en fondos de capital riesgo llama también la atención, según la base de datos de Preqin, su participación en el fondo de Real Estate de CBRE para la península ibérica, levantado en el año 2000 con un total de 500 millones de euros bajo gestión. También en 2004 participó en el fondo de Real Estate mexicano Prologis SGP México (el fondo levantó en total 250 millones de dólares).

## 4. Los fondos soberanos en España y América Latina

Gráfico 10

Los fondos soberanos siguen apostando por América Latina

Volumen total de las inversiones (\$M)



Fuente: Fletcher SWF Transaction Database, 2013

En el continente no sólo llama la atención el creciente número de operaciones que están llevando a cabo los diferentes fondos soberanos con presencia en la región, sino también el importante número de países que se han dotado de un fondo soberano (Chile, México o Trinidad y Tobago) o están estudiando la posibilidad de hacerlo (Bolivia y Guatemala).

En el año 2011, Colombia, cuarto productor de petróleo de América Latina y cuarto exportador mundial de carbón, puso en funcionamiento un fondo soberano a partir de los ahorros procedentes de los royalties de la extracción del petróleo. Fondo que al igual que los chilenos, se ha enmarcado dentro de una ley de responsabilidad fiscal para garantizar su buen funcionamiento, pero que a diferencia de éstos primeros, no sólo tiene como principal objetivo impulsar el ahorro y la estabilización del país, sino que además tiene encomendada la misión de dinamizar el tejido productivo de Colombia a través de las nuevas tecnologías y la innovación. Un mandato similar al que tiene Mubadala en Emiratos o Khazanah en Malasia.

En este mismo año, el entonces Ministro de Economía de Perú, Ismael Benavides, anunció en un encuentro con inversores en la Bolsa de Nueva York, la posibilidad de que una parte de los activos del Fondo de Estabilización Fiscal, dotado en la actualidad de 7.100 millones de dólares, se destinasen a la creación de un fondo soberano similar a los ya existentes en la región.

Infografía 2

Mapa mundial de fondos soberanos (2013)

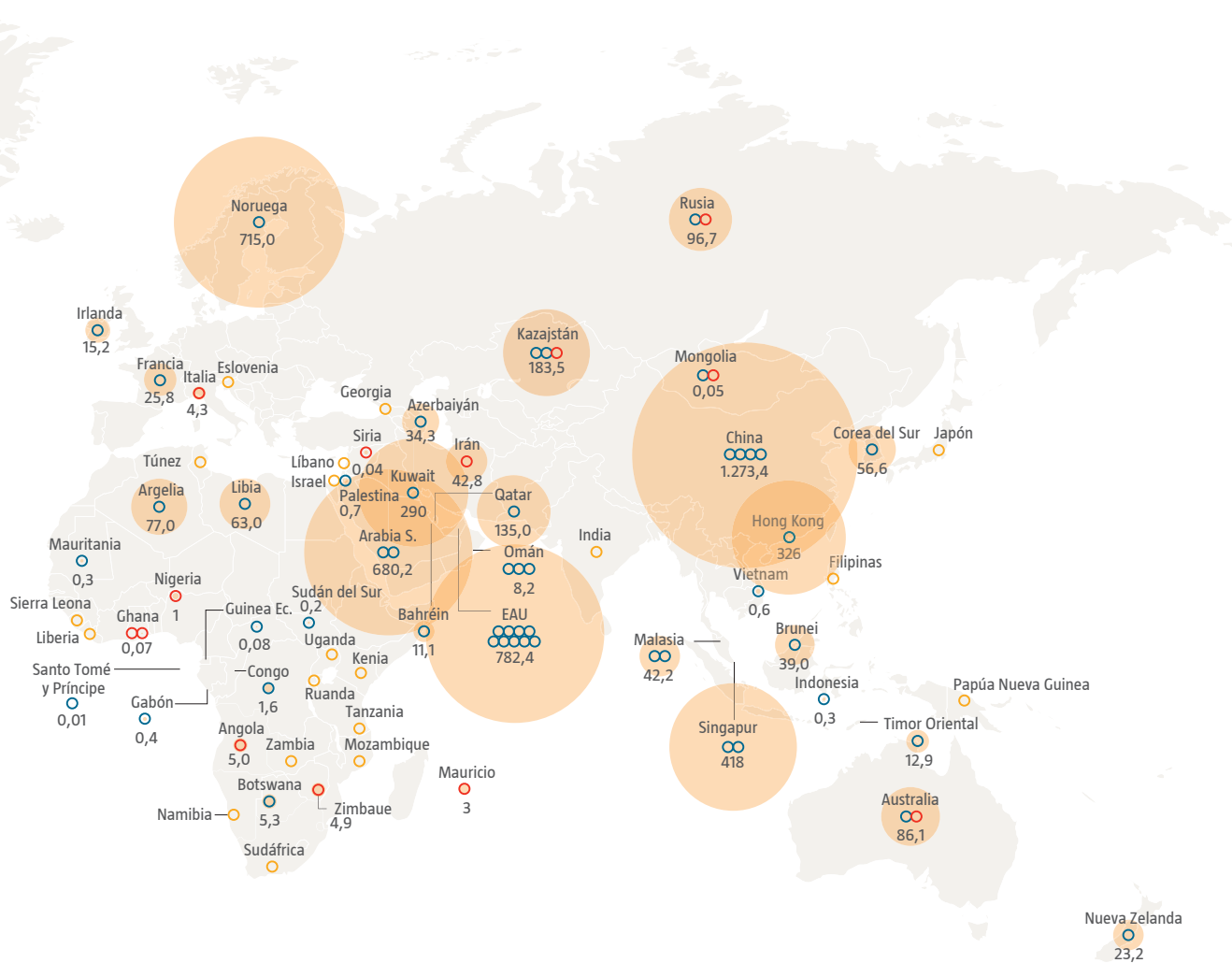
● ACTIVOS GESTIONADOS (US\$ Miles de millones)



Fuente: ESADEgeo SWF Tracker (2013).



Actualmente existen 82 fondos soberanos activos, 9 más que en el Informe 2012. 52 países han creado al menos un fondo soberano. Oriente Medio, China, el Sudeste Asiático y Noruega son los cuatro polos de mayor actividad de fondos soberanos. El volumen total que gestionan los fondos es de 5,62 billones de dólares. El fenómeno de los fondos soberanos tiene una gran difusión desde hace varios años: en los últimos tres años se crearon 17 nuevos fondos y otros 21 países están estudiando su implantación. Los debates para la creación de estos instrumentos financieros están aumentando en el Este y Sur de África, Asia Central y en América Latina. En 2013, entre los activos y los que están en proyecto, hay más de 100 fondos soberanos.



## 4. Los fondos soberanos en España y América Latina

Más recientemente, en el año 2012, Panamá aprobó la creación de otro vehículo: el Fondo de Ahorro de Panamá (FAP). Este fondo soberano, que se configuró a partir de los recursos del Fondo Fiduciario para el Desarrollo, gestiona en la actualidad 300 millones de dólares y espera incrementar su volumen a partir de los recursos provenientes de la explotación del Canal.

A pesar de la eclosión de nuevos fondos, el tamaño, el carácter doméstico y la vocación estabilizadora de éstos, hace que a día de hoy hablar de fondos soberanos latinoamericanos siga siendo hablar de Chile y Brasil.

En el caso de los dos fondos soberanos chilenos, el Fondo de Estabilidad Económica y Social (FEES), y el Fondo de Reservas de Pensiones (FRP), dotados de 15.000 y 5.800 millones de dólares respectivamente, el desempeño y la trayectoria ejemplar resultante de la regla fiscal a la que se vincularon desde sus fundaciones, han convertido a ambos vehículos en una referencia mundial de buenas prácticas, comparable a Noruega.

Tabla 7

### Fondos Soberanos Latinos de reciente creación (miles de millones de USD)

| País     | Fondo Soberano                  | Activos gestionados | Año Fundación |
|----------|---------------------------------|---------------------|---------------|
| Perú     | Fondo de Estabilización Fiscal* | 7,1                 | 2011          |
| Colombia | Fondo Soberano de Colombia      | 0,7                 | 2011          |
| Panamá   | Fondo de Ahorro de Panamá (FAP) | 0,3                 | 2012          |

Fuente: SWF Tracker, ESADEgeo (2013)

\* En 2011 el Ministro de Economía de Perú, Ismael Benavides, confirmó la utilización de las dotaciones del Fondo de Estabilización Fiscal para armar un nuevo Fondo Soberano.

Hasta el año 2012, la política de inversión fijada por las autoridades chilenas para los dos fondos estuvo marcada por una fuerte apuesta por los activos de bajo riesgo. En 2012, y tras un arduo debate no exento de polémica, se realizó una importante revisión de los criterios de inversión y se abrió la posibilidad de incluir renta variable en las carteras de los fondos chilenos. El Fondo de Estabilidad Económica y Social no vio alterada su conservadora política de inversión, mientras que para el Fondo de Reservas de Pensiones se fijó un benchmark de un 15% y de un 20% para las acciones y bonos corporativos de la cartera del fondo respectivamente.

En Brasil hasta la creación del Fondo Soberano do Brasil (FSB), el país estuvo impulsando el desarrollo de sus SOEs, como la minera Vale o la petrolera Petrobras, a través de BNDESPAR, la subsidiaria del Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)<sup>8</sup>. Desde su fundación en 1952, el BNDES ha venido actuando como un fondo estratégico que ha ayudado a aliviar las restricciones de capital de las grandes empresas brasileñas que cotizan en bolsa y a que éstas mejorasen su capacidad para llevar a cabo inversiones a largo plazo<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> Ver el capítulo de Luciano Coutinho, João Carlos Ferraz, André Nassif and Rafael Oliva en Javier Santiso and Jeff Dayton-Johnson, (Eds.). *The Oxford Handbook of Latin American Political Economy*, Oxford University Press, 2012.

<sup>9</sup> Ver Sergio Lazzarini and Aldo Musacchio, 2010, "Leviathan as a minority shareholder: a study of equity purchases by the Brazilian National Development Bank (BNDES), 1995-2003," Harvard Business School Working Papers.

Creado en 2008 a partir de los beneficios provenientes de la producción petrolera, el otro gran fondo del continente, el Fondo Soberano do Brasil (FSB), ha optado por una política de inversión menos conservadora que la de sus homólogos chilenos. Volcándose desde su fundación hacia inversiones en renta variable (85%) en detrimento de la renta fija (15%), que desde el estallido de la crisis financiera ha ido perdiendo su naturaleza de safe haven. Hasta la fecha, el grueso de las inversiones en renta variable se han concentrado en el mercado local y en concreto en dos empresas, Petrobras (75% de sus activos) y Banco do Brasil (10%).

Tabla 8

### Principales Participaciones del BNDES a 31/12/2012

| Compañía    | %      |
|-------------|--------|
| Fibria      | 30.40% |
| JBS         | 20.53% |
| Suzano      | 17.87% |
| Light       | 13.46% |
| Mafrig      | 12.25% |
| Renova      | 12.25% |
| All         | 12.10% |
| Electrobras | 11.86% |
| Petrobras   | 10.37% |
| Mpx         | 10.35% |

Fuente: BNDES, 2013.



**Christopher Balding**

Profesor de Economía, HSBC Business School en Pekin University Shenzhen Graduate School

**Ellen Campell**

Consultora Senior del Grupo de Innovación Estratégica, Booz Allen Hamilton

# La gran cartera de China: China Investment Corporation (CIC) y State Administration of Foreign Exchange (SAFE)

## 5. La gran cartera de China: China Investment Corporation (CIC) y State Administration of Foreign Exchange (SAFE)

### 5. LA GRAN CARTERA DE CHINA: CHINA INVESTMENT CORPORATION (CIC) Y STATE ADMINISTRATION OF FOREIGN EXCHANGE (SAFE)

#### Introducción

Mientras la mayoría de los fondos soberanos crecen por un exceso de riquezas de recursos naturales, los fondos chinos son el resultado de años de superávits por cuenta corriente acumulados por la aplicación de tipos de cambio fijos. El mantenimiento del devaluado yuan para estimular el motor de exportaciones chino ha generado un apetito que solamente podrá saciarse con billones de dólares de la deuda pública y la moneda procedentes de Estados Unidos<sup>1</sup>. Como resultado, China se ha convertido, con mucho, en el mayor poseedor de reservas de divisas, siendo el siguiente Japón, que gestiona solamente un tercio del total de China<sup>2</sup>. Esta situación ha dado lugar a un importante coste de oportunidad, ya que algunas estimaciones han constatado un índice mínimo de aproximadamente el 10% debido a las pérdidas en moneda extranjera y a la inflación<sup>3</sup>.

Sin embargo, a medida que el crecimiento de las reservas disminuye y el yuan se devalúa, la competencia entre los dos fondos soberanos de China por el capital disponible se ha incrementado. Por último, la excepcional posición geopolítica y el sistema de gobierno de China dan como resultado unos objetivos de inversión empañados por las exigencias políticas, a pesar de la supuesta independencia que se afirma.

#### Antecedentes

La principal preocupación del gobierno chino durante la década del año 2000 era el crecimiento económico a través del fomento de las exportaciones, dirigido por una devaluación de la moneda. Esta situación se mantuvo mediante la compra de deuda y divisas financiadas por una expansión de la masa monetaria nacional, de la que el 70% acabaron siendo activos en dólares. El devaluado yuan condujo a una gran acumulación de participaciones en dólares desde el año 2000, como muestra la figura 1.

<sup>1</sup> 1,208 billones de dólares en bonos del Tesoro en diciembre de 2012 (en línea: [www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt](http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt)). El resto se reparte entre divisas, deuda gubernamental, deuda corporativa y títulos de renta variable. El Servicio de Investigación del Congreso estima un total de 3,3 billones de dólares en total en septiembre de 2012.

<sup>2</sup> 3,3 billones para China, en comparación con los 1,2 billones de Japón. El tercero más importante, Arabia Saudí, cuenta con 621 000 millones. Estos son datos de septiembre/octubre de 2012. Morrison, W. y Labonte, M. "China's Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy", 6 de diciembre de 2012, Servicio de Investigación del Congreso. (En línea: [www.fas.org/sgp/crs/row/RL34314.pdf](http://www.fas.org/sgp/crs/row/RL34314.pdf)).

<sup>3</sup> Según varias fuentes, las inversiones en dólares constituyen el 70 % de las reservas chinas. Véase "Testimony of Brad Setser, Senior Economist, Roubini Global Economics and Research Associate, Global Economic Governance Programme, University College, Oxford, before the House Budget Committee, Foreign Holdings of U.S. Debt: Is our Economy Vulnerable?", 26 de junio de 2007, pág. 11. Asimismo, el Diario del Pueblo en Línea (28 de agosto de 2006) estimó que las inversiones de China en dólares suponen el 70 % de las reservas de divisas. Aunque el Banco Popular de China (BPC) ha manifestado públicamente su intención de diversificar sus inversiones, apenas hay pruebas de que se haya puesto en práctica dicha estrategia.

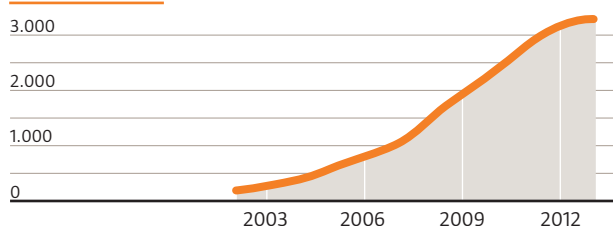
#### Fondos soberanos 2013

La Gran Cartera China: China Investment Corporation (CIC)

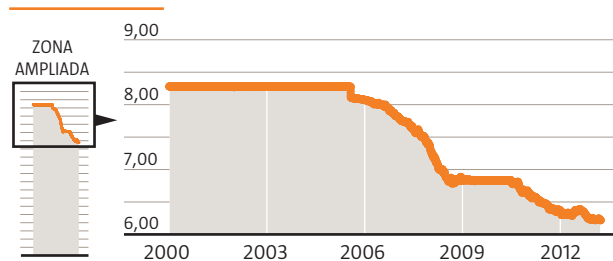
Gráfico 1

Crecimiento de las reservas chinas y depreciación del dólar

#### Reservas chinas en miles de millones de dólares



#### RMB/Dólar



(\*) Datos de enero de cada año

Fuente: Reserva Federal H10. Ver también Tabla 1, p. 3. Wayne Morrison and Marc Labonte, "China's Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy", December 6, 2012, Congressional Research Service.

La economía basada en las exportaciones, una moneda devaluada y un sector de la construcción con bajos salarios generó importantes superávits por cuenta corriente, pero el mantenimiento de un régimen de tipo de cambio fijo dio lugar a considerables costes de oportunidad. A medida que el yuan se devaluaba con respecto al dólar, la acumulación de reservas de divisas fue disminuyendo de forma alarmante. La lenta devaluación del dólar junto con una importante bajada de los tipos de interés estadounidenses provocó que China incurriera en importantes pérdidas financieras reales. No obstante, China se vio obligada a continuar las inversiones en moneda y deuda estadounidense por el miedo a que el yuan se devaluara rápidamente, provocando que el crecimiento cayera por debajo del 10%<sup>4</sup>.

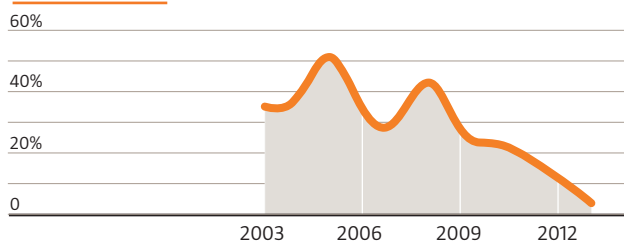
Esta política ha ido cambiando en los últimos años mediante una combinación de presión política y presiones económicas, como puede verse en la figura 2.

<sup>4</sup> Otra preocupación puede haber sido el mantenimiento de la solvencia de EE. UU. mediante compras continuas. Como dice el chiste: "si le debes al banco 1 000 dólares, es tu problema. Si le debes al banco 1 000 000 000 de dólares, el problema es del banco".

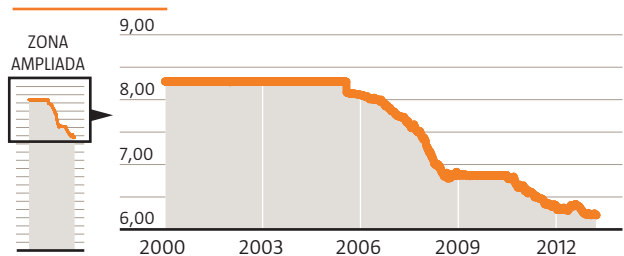
Gráfico 2

Tipo de Cambio RMB/Dólar y crecimiento de las reservas de divisas chinas

### Tasa de crecimiento de las reservas chinas



### RMB/Dólar



(\*) Datos de enero de cada año

Fuente: U.S. Federal Reserve, Congressional Research Service y cálculos del autor.

Los responsables de las políticas se preocuparon del mantenimiento de la tasa de empleo de las masas de emigrantes, pero no se preocuparon tanto de las pérdidas incurridas en términos reales sobre las participaciones de divisas. Sin embargo, a medida que el volumen total crecía, sumándose a la masa monetaria nacional y a las tensiones inflacionistas, el débil yuan disminuyó la presión sobre el crecimiento de las divisas. Asimismo, el aumento de la demanda de deuda estadounidense redujo los tipos de interés, incrementando el consumo de productos chinos por parte de Estados Unidos<sup>5</sup>.

Antes de la creación de la Chinese Investment Corporation (CIC), la inflación al final del período en Estados Unidos era del 3% de media, mientras que los bonos del Tesoro con vencimiento a 10 años cayeron hasta el 2,68%. La tendencia de China ha sido invertir en deuda del Tesoro con vencimiento a largo plazo y en divisas con relativamente poco rendimiento en comparación con la deuda corporativa, acentuando aún más la diferencia entre los costes inherentes al capital y la rentabilidad<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> Greenspan, A., "The Fed Didn't Cause the Housing Bubble", 11 de marzo de 2009 (en línea: [online.wsj.com/article/SB123672965066989281.html](http://online.wsj.com/article/SB123672965066989281.html)). Compárese con la opinión de John Taylor de que la política de la Reserva Federal es más fiable en 2009, "The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong" (en línea: [www.nvieg.net/teaching/taylor1.pdf](http://www.nvieg.net/teaching/taylor1.pdf)).

<sup>6</sup> Los datos de 2012 procedentes del Tesoro estadounidense indican que China contaba con cerca del 37% de los bonos de Tesoro a largo plazo, el 13% de las acciones y la deuda pública y corporativa

Asimismo, entre 2005 y 2008, el dólar se devaluó a un ritmo del 6% anual en comparación con el yuan. Esta situación implicaba que China estaba sufriendo grandes pérdidas reales, que se acercaban al 10% anual en 2009. En 2007, antes de la formación de CIC, las pérdidas reales habrían sido de 125.000 millones de dólares, o de aproximadamente 100 dólares por cada ciudadano chino.

### China Investment Corporation

China Investment Corporation (CIC) fue un primer paso para luchar contra las crecientes pérdidas reales debido a la tenencia cada vez mayor de deuda pública estadounidense a largo plazo y con poco rendimiento. Los líderes económicos y financieros de China decidieron que era necesario invertir en activos con mayor riesgo para combatir las continuas pérdidas<sup>7</sup>.

Sin embargo, para crear un fondo soberano que fuera totalmente independiente de las entidades existentes, como el Banco Popular de China o la Dirección Nacional de Control de Divisas (SAFE), China siguió una novedosa estrategia y creó el primer fondo soberano de China constituido de forma independiente. En lugar de inyectar capital directamente de las reservas de divisas, el gobierno chino creó un bono ofreciendo la compra de 1,6 billones de yuanes que se utilizó para comprar 200.000 millones de dólares al tipo de cambio de aquel momento del Banco Popular de China. Estos bonos tienen un vencimiento de diez a quince años y arrojaron un rendimiento inicial del 4,3-4,68%. Esta situación supuso que, para llegar a un equilibrio, CIC tenía que generar un mínimo del 4,5% aproximadamente en rentabilidad nominal anual. Al añadir las devaluaciones provocadas por la generación de rentabilidad en dólares, pero consistiendo la deuda en yuanes, el índice mínimo real para conseguir el equilibrio se situó rápidamente alrededor del 10% anual, aumentando el riesgo necesario para conseguir dicha rentabilidad. A pesar de la impresión de que CIC recibió una dotación de capital, el Ministerio de Economía chino creó un fondo de alto riesgo con un índice mínimo nominal bajo y un índice real alto.

En el desfavorable escenario económico mundial que impera desde la creación de CIC en 2008, ha quedado demostrado que conseguir el coste de capital muy por debajo del índice mínimo es complicado, cuando no imposible. Aunque se ha observado que el marco de gestión de CIC se está profesionalizando cada vez más, no se ha producido una clara ruptura con la dirección política de Pekín en la

estadounidenses y el 2% de la deuda a corto plazo (incluyendo los bonos del Tesoro a corto plazo). Dado que se estima que la moneda estadounidense conforma aproximadamente el 70% de las reservas chinas, calculamos un 20% adicional de reservas de divisas en dólares y un 30% final que consiste en un conjunto de divisas, deuda y acciones de otros países. Una combinación del 50% de deuda estadounidense a largo plazo y un 20% de reservas de divisas daría como resultado cerca de 80.000 millones de dólares perdidos en proporción a las reservas estadounidenses en 2012, considerando el interés relativo, la inflación y los tipos de cambio.

<sup>7</sup> Véase Zhang 2007, de Balding Ch 7.

## 5. La gran cartera de China: China Investment Corporation (CIC) y State Administration of Foreign Exchange (SAFE)

creación de carteras o en la mejora de la rentabilidad necesaria para cubrir el coste del capital<sup>8</sup>.

Esta situación ha llevado a un cambio de tono en los últimos años, al tiempo que CIC ha demostrado una falta de paciencia por ser considerada como un inversor valiente<sup>9</sup>, y un creciente interés en la diversificación de la cartera, aumentando su inversión directa y formalizando colaboraciones en vez de contratar a gestores de fondos privados que cuenten con las capacidades de las que carece CIC<sup>10</sup>.

No obstante, esta recién descubierta seguridad puede dar lugar a mayores obstáculos normativos, a medida que CIC intenta expandirse a países que desconfían de los objetivos de inversión de China.

La división internacional de CIC ha pasado por cuatro fases de inversión hasta la fecha, empezando en 2007 y 2008 con importantes inversiones en el sector financiero estadounidense, como Morgan Stanley y Blackstone. Sin embargo, las pérdidas en estas inversiones durante la crisis financiera en América del Norte y Europa han dado lugar a una publicidad negativa que ha causado la preocupación política y una revisión de la estrategia de los fondos soberanos en China. La segunda fase supuso un grave perjuicio debido a la crisis financiera de Estados Unidos entre la mayor parte de 2008 y 2009 y se centró en inversiones de bajo riesgo, principalmente de efectivo y otras participaciones de mucha liquidez. Esta fase coincidió con un procedimiento de reestructuración y contratación. CIC salió de esta situación en 2009 y 2010 con una serie de inversiones que se centraban en un 70% en los sectores energético y recursos naturales<sup>11</sup>.

A esta situación le siguió otro período de tranquilidad; en este momento CIC negociaba políticamente para conseguir más fondos de inversión tras agotar su asignación. Tras conseguir este objetivo en marzo de 2012, la tanda de inversiones más reciente se ha centrado en la inversión directa, en asociación con empresas de capital privado, así como en infraestructuras extranjeras. Otro nuevo avance fue la creación de fondos de inversión específicos por país, como el fondo de inversión de 2011 de Rusia y China, y el fondo espejo entre China y Bélgica de 2011. El problema con la rentabilidad de CIC es su incapacidad para producir su coste de capital, como puede verse en la Figura 3<sup>12</sup>.

<sup>8</sup> Sekine, E., 2011 "The Governance of China Investment Corporation on Its Way to Becoming a Sophisticated Institutional Investor." Nomura Journal of Capital Markets, 2(3).

<sup>9</sup> "China fund slams 'indolence' in Europe", AFP 6 de noviembre de 2011. (En línea: [www.google.com/hostednews/afp/article/ALeqM5jTLXDWiun3yd6CVS0K5q4EoNXewA?docid=CNG.463620b2366c6b89f6ebc0bc9538e28d.3c1](http://www.google.com/hostednews/afp/article/ALeqM5jTLXDWiun3yd6CVS0K5q4EoNXewA?docid=CNG.463620b2366c6b89f6ebc0bc9538e28d.3c1)). Véase también "Chinese official brushes aside calls to buy European debt", Reuters 13 de febrero de 2012 (en línea: [http://www.nytimes.com/2012/02/14/business/global/china-investors-brush-aside-calls-to-buy-european-debt.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2012/02/14/business/global/china-investors-brush-aside-calls-to-buy-european-debt.html?_r=0)).

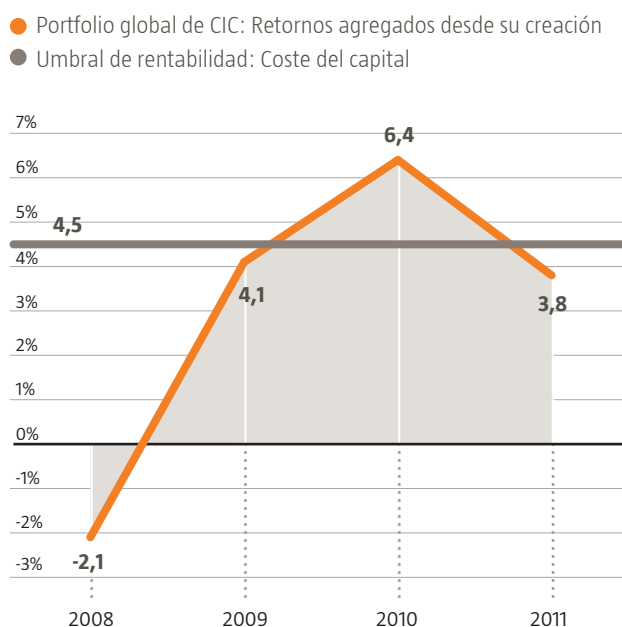
<sup>10</sup> "China's CIC makes investment shift" - Wall Street Journal, 19 de septiembre de 2012 (en línea: <http://online.wsj.com/article/SB10000872396390443720204578003781099968180.html>).

<sup>11</sup> Wu, F., Goh, C., Hajela, R., 2011, "China Investment Corporation's Post-Crisis Investment Strategy," World Economics, 12(3). (en línea: [http://www.relooney.info/0\\_New\\_11323.pdf](http://www.relooney.info/0_New_11323.pdf))

<sup>12</sup> Fuentes: Informes anuales de CIC de 2008 a 2011, Wall Street Journal Market Data Center (en línea [http://online.wsj.com/mdc/public/page/marketsdata\\_asia.html](http://online.wsj.com/mdc/public/page/marketsdata_asia.html)).

Gráfico 3

Retornos de CIC vs. Coste explícito del capital



Fuente: China Investment Corporation Annual Reports y cálculos del autor.

Debido a su coste de capital estimado del 4,5%, la rentabilidad acumulada desde su origen no ha generado el coste explícito de capital adeudado al Banco Popular de China. Aunque dicha deuda se la debe a sí misma, podría suponer el mayor riesgo de que CIC no pueda generar suficiente flujo de efectivo para cumplir con sus obligaciones de deuda.

CIC manifiesta en su informe anual de 2011 que la rentabilidad anual acumulada desde el origen de su cartera internacional de rentabilidad es un insignificante 3,8%, lo que no es suficiente ni para cubrir los costes explícitos de capital a través de los fondos que pidieron prestados al Banco Popular de China. Por lo tanto, para impulsar sus ingresos totales, CIC ha ido incorporando los beneficios de los principales bancos nacionales de China a sus ingresos. Puede seguir esta estrategia porque de los 200.000 millones de dólares de capital originales, alrededor del 35% se cambió a yuanes y se utilizó para realizar inversiones a nivel nacional amparadas por la Central Huijin Investment Corporation (Central Huijin). CIC adquirió Central Huijin por un mínimo de 125.000 millones de dólares *por debajo* del valor de mercado de activos en ese momento. La naturaleza devaluada de la compra de activos ha permitido a CIC registrar una rentabilidad más alta y un crecimiento del balance mediante la incorporación de dichos activos con el tiempo en vez de presentarlos por el valor de mercado en el momento de la compra. Este crecimiento artificial derivado de la incorporación del auténtico valor de mercado de los activos, en lugar del precio artificial devaluado pagado por CIC ha



provocado que los valores en cartera declarados crezcan de los 200.000 millones de 2007 hasta los 500.000 millones de dólares aproximadamente a finales de 2011. CIC está incorporando los beneficios en vez del precio de mercado, ya que los precios de las acciones de los bancos controlados por el estado no han arrojado buenos resultados en los últimos años<sup>13</sup>.

### Análisis preliminar: ¿Está falseando datos financieros China Investment Corporation?

Uno de los principales problemas a la hora de estudiar la economía china o los estados financieros de las empresas es la información subyacente. En un importante caso en 2012, solamente dos provincias chinas manifestaron tener un crecimiento del PIB por debajo de la media nacional. La veracidad de los datos sobre la China Investment Corporation va por el mismo camino. A pesar de que empezó a funcionar en 2008 con 200.000 millones de dólares de capital prestado y de que dos tercios de su cartera generaban un 3,8% por debajo del coste de capital de CIC, sus activos gestionados de alguna forma crecieron hasta casi los 500.000 millones de dólares en el Informe Anual de 2011. Los estados financieros de CIC parecen ser engañosos e imprecisos. Hay tres claros ejemplos que muestran que los estados financieros de CIC presentan importantes irregularidades. En primer lugar, aunque CIC se creó en septiembre de 2007 con 200.000 millones de dólares de capital prestado y en su informe anual de finales de 2008 figura que consiguió un total de un 6,8% de capital registrado en 2008, de alguna manera su balance terminó el año con 298.000 millones de dólares en activos, lo cual representa un crecimiento de casi el 50% durante la crisis financiera de 2008, mientras que declaró que solamente produjo un 6,8%. Se espera que sus activos este año alcancen los 600.000 millones de dólares, lo que representa que ha triplicado los activos gestionados en 6 años, aunque afirma que su cartera internacional ha sido de un promedio del 4% y por debajo de su coste de capital ajeno. En segundo lugar, aunque se ha dado amplia difusión al hecho de que CIC tomó prestado su capital del Banco Popular de China, este hecho nunca se ha reflejado en su balance como un pasivo o como un concepto de gasto en su cuenta de resultados. En tercer lugar, según el Informe Anual de CIC de 2011, en 2009 y 2010, CIC generó exactamente la misma tasa de rentabilidad del 11,7%. Aunque no tenemos acceso a los datos de la cartera de CIC necesarios para poder valorar la veracidad de la rentabilidad del 11,7% de su cartera en dos años consecutivos, estadísticamente es altamente improbable.

<sup>13</sup> La explicación oficial es que “el rendimiento del capital se basa en los ingresos contables de la cartera internacional de CIC y los ingresos y el dividendo en efectivo declarados a partir de sus inversiones a nivel nacional [...]”. Dado que las inversiones a nivel nacional de CIC se realizan para objetivos a largo plazo y que las adquisiciones están sujetas a restricciones, CIC considera que la rentabilidad en efectivo es la métrica de rendimiento más apropiada para sus inversiones a nivel nacional”. China Investment Corporation, Informe Anual de 2008.

Aunque se trata de una metodología de contabilidad aceptable, puesto que CIC tiene contraídas importantes deudas con el BPC, sobrevalora en gran medida su capacidad para liquidar la deuda real con flujos de efectivo realizados. En otras palabras, CIC está realizando métodos de contabilidad para impulsar su rentabilidad declarada y sigue teniendo dificultades para cumplir con el coste explícito de las obligaciones de capital en su deuda con el BPC, y todavía más en su índice mínimo real implícito<sup>14</sup>.

Aunque CIC manifiesta expresamente que sus inversiones a nivel internacional no son de naturaleza política, también afirma expresamente que las inversiones a nivel nacional realizadas en Central Huijin, que es una importante parte de su cartera total, sí que lo son. Central Huijin cuenta con una participación mayoritaria en los cuatro principales bancos chinos controlados por el estado, lo cual supone aproximadamente el 65% del mercado de la banca china (véase la Tabla 1). Asimismo, cuenta con participaciones clave en las principales sociedades de inversión y bancos de desarrollo de China, que han sido reconocidas tanto por sus directivos como por Pekín como entidades con motivación política. En otras palabras, una parte importante de la cartera de CIC es de naturaleza intrínsecamente política.

El impacto de esta politización puede verse desde varios puntos de vista. Las recapitalizaciones de los bancos chinos que realizó Central Huijin en medio de la crisis no parecen ser decisiones financieras motivadas solamente por un deseo de generar rentabilidad sino más bien un rescate del gobierno que recuerda al programa TARP estadounidense. Aunque en sus estatutos figura que no interfieren en operaciones diarias, han decidido intervenir cuando haya necesidad de estabilizar los precios de las acciones.<sup>15</sup> Por ejemplo, en 2010 Central Huijin vendió bonos que después utilizó para adquirir acciones adicionales de los principales bancos controlados por el Estado.<sup>16</sup> Esta compra de activos financiada con deuda tiene un efecto con dos posibles enfoques. En primer lugar, redujo el debilitamiento de las participaciones en los principales bancos estatales de ofertas secundarias a inversores privados. En segundo lugar, proporcionó una discreta inyección de capital respaldada públicamente (hay quien afirma que se trataba de un fondo de rescate) después de un año en el que los préstamos bancarios en China se habían *triplicado*.

<sup>14</sup> Las participaciones/aportaciones de Central Huijin aparecen en miles de millones de acciones en sociedades anónimas y en miles de millones de yuanes en sociedades de responsabilidad limitada (incluyendo las sociedades controladas totalmente por el Estado), a menos que se indique de otra forma. La lista de participaciones a 31 de diciembre de 2011 se encuentra disponible en el sitio web de Central Huijin. (En línea: [www.huijin-inv.cn/hjen/investments/popup.htm](http://www.huijin-inv.cn/hjen/investments/popup.htm)). Después de otra tanda de inversiones, en octubre de 2012 Central Huijin contaba con el 35,43 % del Industrial and Commercial Bank of China, el 40,16 % del Agricultural Bank of China, el 67,65 % del Banco de China y el 57,15 % del China Construction Bank, así como importantes acciones en muchas otras entidades financieras chinas. “Chinese banks reveal Central Huijin investment”, Xinhua, 13 de octubre de 2012 (en línea: [www.chinadaily.com.cn/bizchina/2012-10/13/content\\_15815185.htm](http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2012-10/13/content_15815185.htm)).

<sup>15</sup> Los mismos argumentos sobre los riesgos morales realizados sobre el programa TARP, acerca de los riesgos de ofrecer una amnistía con el beneplácito del gobierno a los principales bancos, puede aplicarse al efecto que la intervención del Central Huijin podría tener en las operaciones diarias en las entidades financieras chinas. “China pumps cash into major banks as the shadow banking sector grows”, Forbes, 10 de octubre de 2011. (En línea: [www.forbes.com/sites/afontevicchia/2011/10/10/china-pumps-cash-into-major-banks-as-the-shadow-banking-sector-grows/](http://www.forbes.com/sites/afontevicchia/2011/10/10/china-pumps-cash-into-major-banks-as-the-shadow-banking-sector-grows/))

<sup>16</sup> Véase Michael F. Martin 2010. China’s Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications. Congressional Research Service. 23 de septiembre de 2010

## 5. La gran cartera de China: China Investment Corporation (CIC) y State Administration of Foreign Exchange (SAFE)

Tabla 1

Participaciones de Central Huijin a 31 de diciembre de 2011

| Denominación social                              | Tipo de sociedad                        | Objeto social      | Porcentaje (%) |
|--|---|--------------------|----------------|
| China Development Bank Corporation               | Sociedad Anónima                        | Banca              | 47,63          |
| Industrial and Commercial Bank of China, Limited | Sociedad Anónima                        | Banca              | 35,43          |
| Agricultural Bank of China, Limited              | Sociedad Anónima                        | Banca              | 40,12          |
| Bank of China Limited                            | Sociedad Anónima                        | Banca              | 67,60          |
| China Construction Bank Corporation              | Sociedad Anónima                        | Banca              | 57,13          |
| China Everbright Bank Co., Limited               | Sociedad Anónima                        | Banca              | 48,37          |
| China Reinsurance (Group) Corporation            | Sociedad Anónima                        | Seguros            | 84,91          |
| New China Life Insurance Co., Ltd.               | Sociedad Anónima                        | Seguros            | 31,26          |
| China Jianyin Investment Limited                 | Empresa de propiedad totalmente estatal | Inversiones        | 100,00         |
| China Galaxy Financial Holdings Co. Ltd.         | Sociedad de Responsabilidad Limitada    | Inversiones        | 78,57          |
| Shenyin and Wanguo Securities Co. Ltd.           | Sociedad Anónima                        | Valores            | 37,23          |
| Guotai Junan Securities Co, Ltd.                 | Sociedad Anónima                        | Valores            | 21,28          |
| China Securities Co, Ltd                         | Sociedad Anónima                        | Valores            | 40,00          |
| China Investment Securities Co. Ltd.             | Empresa de propiedad totalmente estatal | Valores            | 100,00         |
| UBS Securities Co. Ltd.                          | Sociedad de Responsabilidad Limitada    | Valores            | 14,01          |
| China Everbright Industry Group Limited          | Empresa de propiedad totalmente estatal | Inversiones        | 100,00         |
| Jiantou Zhongxin Assets Management Co. Ltd.      | Sociedad de Responsabilidad Limitada    | Gestión de activos | 70,00          |

Mientras los méritos de los rescates respaldados públicamente para las sociedades financieras privadas son objeto de debate en todo el mundo, indudablemente plantean cuestiones problemáticas cuando se disfrazan como parte de una estrategia estatal explícita de inversión internacional. En otro ejemplo, la Reserva Federal estadounidense bloqueó los intentos de CIC de subvencionar préstamos a empresas en cartera o relacionadas en las oficinas en EE.UU. de los bancos chinos controlados por el estado. En otras palabras, incluso en el caso de que las afirmaciones de CIC sobre su no intervención en la dirección de Central Huijin fueran verdad, debido a la relación de subsidiariedad legal existente entre ambas, incluso la Reserva Federal tiene sus dudas con respecto a la separación real de la autoridad<sup>17</sup>.

Lo que sigue preocupando a los críticos y a los responsables de políticas es la naturaleza política de CIC. Mientras que CIC afirma que selecciona las inversiones “basándose en las características económicas de cada negocio” y para “realizar la diversificación de los activos de divisas del Estado [...] operando de total conformidad con los principios comerciales”, las inversiones ofrecen una versión diferente de la historia.

Representan un fondo soberano altamente concentrado en las principales industrias destacadas por los líderes del Partido Comunista, en detrimento de casi el resto de opciones. Debido a las preocupaciones de Pekín sobre el desarrollo económico, el acceso al capital financiero, la tecnología, la energía y los recursos naturales es una prioridad. No es una coincidencia que los sectores financiero, energético y de los recursos naturales abarquen la principal parte de la cartera internacional de CIC. Incluso el vicepresidente ejecutivo de CIC, Wang Jianxi, admitió en 2010 que “los factores de China” se habían tenido en mente a la hora de elegir las inversiones<sup>18</sup>. Sin embargo, aunque estos modelos de inversión parecen ajustarse a las órdenes de Pekín para el cumplimiento de los objetivos de desarrollo económico, parece que existe una lógica de inversión sensata frente a la creación de esta cartera. Los sectores industriales financiero, tecnológico, energético y de los recursos naturales son muy volátiles y aumentan de forma significativa el riesgo total de la cartera. Aunque ha habido algunos movimientos de diversificación a sectores de menor riesgo como la infraestructura británica, estos también tienen un cariz político, ya que van acompañados de “viajes de negocios” del Ministro de Economía británico y han conducido a la apertura del mercado británico a inversiones chinas más amplias<sup>19</sup>. A pesar de las

<sup>17</sup> “CIC cuenta con las acciones de Central Huijin, de conformidad con la directiva correspondiente emitida por el Consejo de Estado. Sin embargo, los negocios de inversión de CIC y la función de gestión de acciones realizada en nombre del Consejo de Estado por Central Huijin están completamente separados”. (En línea: [http://www.huijin-inv.cn/hjen/aboutus/aboutus\\_2008.html?var1=About](http://www.huijin-inv.cn/hjen/aboutus/aboutus_2008.html?var1=About))

<sup>18</sup> “Por ejemplo, CIC ha realizado grandes inversiones en Australia, cuya economía está estrechamente relacionada con la demanda china de sus ricos recursos, afirmó”. ‘CIC takes a cautious approach to 2010 investments.’ Wall Street Journal, 5 de marzo de 2010. (En línea: <http://online.wsj.com/article/SB30001424052748703502804575101273905336364.html>)

<sup>19</sup> “Chinese Sovereign Wealth Fund Buys Thames Water Stake”, The Guardian, 20 de enero de 2012. (En línea: [www.guardian.co.uk/business/2012/jan/20/china-sovereign-wealth-fund-thames-water](http://www.guardian.co.uk/business/2012/jan/20/china-sovereign-wealth-fund-thames-water)).

afirmaciones de CIC y el gobierno chino, tanto la naturaleza política explícita de Central Huijin como la aparente naturaleza política de una cartera concentrada de participaciones, en sectores que Pekín ha considerado fundamentales para el desarrollo chino, debería levantar sospechas acerca de los propósitos de CIC.

### State Administration of Foreign Exchange

Incluso antes de que empezara a invertir, CIC obtuvo un importante competidor nacional a través de State Administration of Foreign Exchange (SAFE), que abrió sigilosamente su propia cartera de gestión de inversiones. Dirigidas principalmente por luchas internas entre diferentes centros de poder, CIC y SAFE deben considerarse más como competidoras que como compañeras. Aunque es complicado saber en detalle el tamaño total de sus participaciones, estudios recientes de Preqin o el Instituto de Fondos Soberanos han demostrado la forma en la que las participaciones de SAFE han crecido más que la cartera de CIC<sup>20</sup>. A juzgar por sus conocidas participaciones, hay un solapamiento significativo entre las carteras de SAFE y CIC, que siguen centradas primordialmente en los sectores financiero, tecnológico, de recursos naturales y de materias primas.

SAFE se creó originalmente para gestionar las reservas de divisas. Antes de su creación en marzo de 1979, el gobierno chino solamente contaba con reservas de divisas de 167 millones de dólares<sup>21</sup>, en comparación con los 3,44 billones de dólares en marzo de 2013<sup>22</sup>. Durante la expansión y la correspondiente evolución de la política de tipos de cambio de China, el papel de SAFE se fue complicando cada vez más. En un principio, SAFE se encontraba dentro del sistema del Banco de China y no fue hasta 1982 que se le cedió una posición de liderazgo dentro del Banco Popular de China. En 1986, SAFE empezó a encargarse de controlar el mercado de *swaps* de divisas. En 1988, SAFE emitió una “lista de prioridades” para el uso de las divisas, a fin de orientar qué empresas podrían acceder al mercado de *swaps*. En marzo de 1996, SAFE empezó a perder su dominio hegemónico sobre las operaciones de divisas de empresas financiadas externamente. En marzo de 1997, SAFE comenzó a comprobar los pagos de las importaciones, además de mejorar el proceso de comprobación de los pagos de las exportaciones iniciado en 1991 para limitar las fugas

Además, “Ayer, Reino Unido y China dieron los primeros pasos para incrementar la colaboración en el desarrollo de infraestructuras. La Conferencia de Inversión chino-británica es una continuación al diálogo económico y financiero entre el ministro George Osborne y el Vicepresidente Wang Qishang el pasado mes, que tuvo como resultado la creación de un grupo de trabajo de infraestructuras. Este acuerdo ofrece la posibilidad de ahondar en los lazos comerciales entre las dos naciones, trascendiendo de los productos y servicios a fin de allanar el camino a la cooperación en materia de inversiones. La energía, el transporte y el desarrollo urbano fueron algunas de las áreas de colaboración más importantes que se trataron en las negociaciones (en línea: [www.britishchamber.cn/content/uk-china-investment-conference](http://www.britishchamber.cn/content/uk-china-investment-conference)).

<sup>20</sup> Aunque existen muchas estimaciones sobre los activos totales gestionados por SAFE, no podríamos encontrar una lista de participaciones desglosadas o de una metodología sobre cómo han llegado a ese punto las estimaciones. Incluso tras la búsqueda en archivos corporativos, bases de datos de inversiones e informes de prensa no se han podido encontrar pruebas de la totalidad de sus activos.

<sup>21</sup> Estos son los datos de finales de 1978. En ese momento, las reservas de divisas de China también han tendido a fluctuar incontroladamente – desde los 952 millones de dólares en positivo de 1977 a los 1 300 millones en negativo de 1980, por ejemplo. Las reservas alcanzaron el billón de dólares en 1996 y no han bajado desde 1992.

<sup>22</sup> Datos extraídos del sitio web de SAFE: Idioma inglés, Data and Statistics, Forex Reserves, The Time Series Data of China’s Foreign Exchange Reserves. (En línea: <http://www.safe.gov.cn/>).

de capital. En los últimos años, SAFE ha empezado a controlar la aprobación de las inversiones extranjeras directas (IED) de China. SAFE también controla de cerca las repatriaciones de los beneficios de inversión chinos procedentes del exterior, junto con los derechos de repatriación de cualquier fondo de IED<sup>23</sup>.

Actualmente, SAFE cuenta con ocho oficinas que regulan la balanza de pagos, la cuenta corriente, la cuenta de capital y las reservas de divisas de China. El departamento de Gestión de la Reserva se encarga de “explorar y gestionar las reservas de divisas del estado con arreglo a los correspondientes principios y estrategia nacionales” y el Centro de Negocios Central de Divisas tiene un “cometido prácticamente idéntico al del departamento de Gestión de la Reserva”<sup>24</sup>. El 14 de enero de 2013, una entrevista arrojó nuevos datos sobre el nuevo “departamento de cofinanciación”. Este departamento se encarga de hacer un uso “innovador” de las reservas de divisas a fin de apoyar a las empresas chinas que se expanden al extranjero<sup>25</sup>. La Oficina de Cofinanciación, que se citaba por primera vez en el informe anual de 2011 que se publicó en junio de 2012, no aparecía entonces y sigue sin aparecer en la versión en inglés del sitio web.

Para casi cualquier operación con divisas a escala comercial, es necesario solicitarlo y obtener el visto bueno de SAFE. En la economía china, basada en las exportaciones, esto significa que SAFE y sus miembros ejercen un enorme poder económico. Según un informe de 2012 del Departamento de Estado de EE.UU. sobre ciertas observaciones acerca del panorama de inversión en China, “los sectores que requieren un amplio apoyo gubernamental son los más afectados [por la corrupción], incluyendo la banca, las finanzas y la construcción”<sup>26</sup>. Sin embargo, gran parte de este poder regulador podría desaparecer si China liberaliza sus cuentas de capital.<sup>27</sup> En un informe publicado en febrero de 2012 se mencionaba que los objetivos para 2015 incluían la relajación de los controles sobre inversiones extranjeras relativas a la negociación y promoción de las inversiones extranjeras directas de China. Cualquier reforma de este tipo implicaría la racionalización o eliminación de muchos procedimientos de aprobación de SAFE, con el objetivo de reducir las posibilidades de que condicione a favor la reglamentación. Este proceso ya ha comenzado con una normativa preliminar publicada en mayo de 2009 que permite a las empresas nacionales registrar sus fuentes de financiación en divisas después del hecho que las justifica, en vez de solicitar de antemano el visto bueno de SAFE<sup>28</sup>. En 2012, la normativa había evolucionado hasta el

<sup>23</sup> “Liberalization and the Evolution of China’s Exchange System: an Empirical Approach”, mayo de 2006 – World Bank Beijing. (En línea: [http://siteresources.worldbank.org/INDIAEXTN/Resources/events/359987-1149066764594/Paper\\_MinZhao.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INDIAEXTN/Resources/events/359987-1149066764594/Paper_MinZhao.pdf))

<sup>24</sup> Para más información sobre las responsabilidades de los respectivos departamentos, véase: Gov.Cn – SAFE Organization Structure (en línea en inglés: [http://www.gov.cn/english/2005-09/26/content\\_70186.htm](http://www.gov.cn/english/2005-09/26/content_70186.htm)).

<sup>25</sup> “China to use forex reserves to finance overseas investment deals” 14 de junio de 2013 – Bloomberg (en línea: [www.bloomberg.com/news/2013-01-14/china-to-use-forex-reserves-to-finance-overseas-investment-deals.html](http://www.bloomberg.com/news/2013-01-14/china-to-use-forex-reserves-to-finance-overseas-investment-deals.html)).

<sup>26</sup> Departamento de Estado de EE.UU., “2012 Investment Climate Statement (en línea: <http://www.state.gov/e/eb/rls/othr/ics/2012/191128.htm>)

<sup>27</sup> Borst, N. “Capital Account Liberalization and the Corporate Bond Market”, Peterson Institute for International Economics (en línea: <http://www.piie.com/blogs/china/?p=1093>).

<sup>28</sup> Lardy N. y Douglass, P. “Capital Account Liberalization and the role of the RMB”, febrero de 2011, Peterson Institute for International Economics Working Paper (en línea: <http://www.iie.com/publications/wp/wp11-6.pdf>)

## 5. La gran cartera de China: China Investment Corporation (CIC) y State Administration of Foreign Exchange (SAFE)

punto de que las empresas con inversión extranjera ya no necesitan aprobación previa para abrir cuentas de divisas y ahora pueden convertir o mantener libremente sus ingresos locales. Asimismo, tampoco es necesario que SAFE revise caso por caso las operaciones de divisas que afectan a la cuenta de capital de China, ya que esta función la desempeñan los bancos de divisas designados<sup>29</sup>.

SAFE, al contrario que CIC, no ha llegado a afirmar que sus inversiones internacionales sigan meramente una lógica financiera. En 2012, una colaboración con el China Development Bank y el Export-Import Bank of China tenía por finalidad ofrecer préstamos de divisas con bajos intereses exclusivamente para empresas comerciales que participaran en proyectos en el extranjero considerados estratégicos para China<sup>30</sup>. Sin embargo, su administrador, Yi Gang, ha manifestado recientemente que los intentos de SAFE de impulsar los recursos y la seguridad nacionales a través de las inversiones han llegado al punto en el que las sociedades nacionales de baja calidad eran capaces de conseguir financiación de bajo coste de SAFE simplemente mencionando la cuestión del nacionalismo<sup>31</sup>. Esta situación se ha agravado aún más por los insuficientes incentivos para someter al debido control a los bancos que realizan repetidas solicitudes de crédito<sup>32</sup>. Afirmó que SAFE necesita trabajar más duro para evitar inversiones fallidas en el extranjero.

SAFE es aún más opaca que CIC con respecto a la publicación de sus participaciones en el extranjero, por lo que es difícil determinar si ha habido alguna inversión fallida en concreto que suscitase esta preocupación. Por ejemplo, Heritage Foundation's China Global Investment Tracker solamente identifica un patrimonio de 10 400 millones de dólares en las inversiones en el extranjero de SAFE, en comparación con los 39.400 millones de CIC<sup>33</sup>. The Economist calcula que en marzo de 2011, SAFE contaba con 22 100 millones de dólares en acciones en el índice FTSE, siguiendo la estrategia de invertir pequeñas cantidades que no levantan sospechas<sup>34</sup>. ESADegeo calcula que su filial de Hong Kong, SAFE Investment, cuenta con, al menos, 21.000 millones de dólares en valores en el índice FTSE 100 en diciembre de 2012. No obstante, cabía esperar que estuviera altamente concentrado en los sectores de la energía, financiero y de materiales básicos como en Royal Dutch Shell (3.500 millones), BP (2.200 millones) o Vodafone (1.500 millones). Sin embargo, no tenía ninguna participación conocida en ninguno de los 30 miembros del índice industrial Dow Jones. Por otra parte, las inversiones de SAFE son un reflejo de las de CIC en otros sentidos. Por ejemplo, Gingko Tree Investment, una filial totalmente participada de SAFE, ha invertido más

de 1.600 millones en, al menos, cuatro negocios de infraestructuras del Reino Unido en febrero de 2013<sup>35</sup>. Guan Tao, responsable del Departamento de las Balanzas de Pagos Internacionales, les contó a los reporteros que SAFE había ganado 128.000 millones de dólares en sus inversiones en divisas en 2011<sup>36</sup>. Esta fue la primera declaración de un agente con respecto a los beneficios de SAFE en relación con las reservas, e implica un tipo de rentabilidad de la inversión de alrededor del 4%<sup>37</sup>.

Probablemente la preocupación a largo plazo, a nivel nacional e internacional, hace referencia al motivo por el que SAFE compite por CIC en vez de colaborar con ella. La teoría más probable es que desee asegurar un nicho potente a largo plazo dentro de la burocracia china.<sup>38</sup> Considerando que el próximo y más que probable fin del período de los mercados de capital cerrado y de cuentas dentro de diez años, SAFE está empezando a realizar otras actividades de captación de rentas. Otra razón puede subyacer en la historia de las dos agencias y en la rivalidad de sus superiores –el Ministro de Economía para CIC y el Banco Popular de China para SAFE. CIC se creó después de que economistas, principalmente del Ministerio de Economía, la Comisión de Reforma y Desarrollo Nacional y el centro de Investigación al Desarrollo del Consejo de Estado empezaran a criticar la gestión de las reservas de divisas por parte de SAFE, y concretamente, la extremadamente baja rentabilidad que estaban obteniendo de ellas. El banco central se lo tomó como una afrenta a sus capacidades y experiencia. La plantilla de CIC estaba integrada inicialmente por personas relacionadas con el Ministerio de Economía, y el Banco Popular de China se vio obligado a venderles Central Huijin con un importante descuento sobre los precios de mercado. Ahora que Lou Jiwei, que durante muchos años fue el presidente de CIC, se ha convertido en Ministro de Economía con el nuevo gobierno, es posible de CIC, entre otras cuestiones, consiga el mecanismo de financiación claramente delimitado por el que sus defensores han estado ejerciendo presiones.

### Políticas de inversión de CIC y SAFE

Una de las principales preocupaciones de los responsables de políticas e investigadores ha sido la posible combinación de capital de inversión financiero y la influencia directa del estado. CIC y SAFE están sujetas al control político del Ministerio de Economía chino y del Partido Comunista, que ejerce un estricto control sobre la política financiera y de inversión. Asimismo, debido a la rivalidad burocrática que se ha generado entre CIC y SAFE, su respectivo interés en invertir para complacer a los agentes del gobierno no hace sino ampliar la preocupación de que no invertirán solamente con fines de mercado.<sup>39</sup> Como otros autores han destacado,

<sup>29</sup> Departamento de Estado 2012 "Report on Investment Climate of China" (<http://www.state.gov/e/eb/rls/othr/ics/2012/191128.htm>)

<sup>30</sup> "Banks, SAFE cooperate to keep forex flowing" 19 de abril de 2012 – CaixinOnline (en línea: [english.caixin.com/2012-04-19/100381773.html](http://english.caixin.com/2012-04-19/100381773.html))

<sup>31</sup> Gang, Y., enero de 2013. Artículo de Century Weekly publicado por Caixin Media. Traducción de Bloomberg "China to use forex reserves to finance overseas investment deals" 14 de enero de 2013. (En línea: [www.bloomberg.com/news/2013-01-14/china-to-use-forex-reserves-to-finance-overseas-investment-deals.html](http://www.bloomberg.com/news/2013-01-14/china-to-use-forex-reserves-to-finance-overseas-investment-deals.html))

<sup>32</sup> "Banks, SAFE cooperate to keep forex flowing" 19 de abril de 2012 – CaixinOnline (en línea: [english.caixin.com/2012-04-19/100381773.html](http://english.caixin.com/2012-04-19/100381773.html))

<sup>33</sup> Heritage Foundation, "China Global Investment Tracker" (en línea: [www.heritage.org/research/projects/china-global-investment-tracker-interactive-map](http://www.heritage.org/research/projects/china-global-investment-tracker-interactive-map)).

<sup>34</sup> "China's investments in the FTSE: is it SAFE?" 14 de marzo de 2011 – the Economist. (En línea: [www.economist.com/blogs/newsbook/2011/03/china%E2%80%99s\\_investments\\_ftse\\_100](http://www.economist.com/blogs/newsbook/2011/03/china%E2%80%99s_investments_ftse_100))

<sup>35</sup> "China invests forex reserves in UK property", 27 de febrero de 2013 – People's Daily. (En línea: [english.people.com.cn/90778/8146562.html](http://english.people.com.cn/90778/8146562.html)).

<sup>36</sup> "China's foreign investment return on the rise", 29 de abril de 2012 – Xinhua. (En línea: [news.xinhuanet.com/english/china/2012-04/29/c\\_131560039.htm](http://news.xinhuanet.com/english/china/2012-04/29/c_131560039.htm)).

<sup>37</sup> "China taps forex stash for globalization cash", 20 de enero de 2013. Market Watch, WSJ. (En línea: [articles.marketwatch.com/2013-01-20/markets/36446289\\_1\\_forex-reserve-management-operations-loan-officers/2](http://articles.marketwatch.com/2013-01-20/markets/36446289_1_forex-reserve-management-operations-loan-officers/2))

<sup>38</sup> Wright, L. "CIC and SAFE: Coordination or Bureaucratic Conflict?", 24 de junio de 2008 – China Stakes. (En línea: [www.chinastakes.com/2008/6/cic-and-safe-coordination-or-bureaucratic-conflict.html](http://www.chinastakes.com/2008/6/cic-and-safe-coordination-or-bureaucratic-conflict.html))

<sup>39</sup> Friedrich, W., Goh, C., y Hajela, R. 2011. "China Investment Corporation's Post Crisis Investment Strategy." World Economics. 12(3): 123-152.

tanto CIC como SAFE están sujetas a este marco político, que busca una serie de objetivos y metas potencialmente conflictivas<sup>40</sup>. Sin embargo, dado que el mundo financiero posterior a la crisis ha cambiado, China ha mostrado menos reticencias a la hora de utilizar su gran cartera para fines políticos fuera de sus fronteras. Hasta la fecha se dispone de pocas pruebas de que CIC o SAFE hayan trabajado activamente para dirigir la estrategia corporativa o para cambiar los modelos económicos, pero debido a sus conocidos modelos de inversión, esta situación podría ser cada vez más preocupante.

Aunque CIC y SAFE han manifestado en repetidas ocasiones que sus estrategias de inversión cumplen con los principios de mercado y no están sujetas a influencias políticas, basta con echar un vistazo a sus inversiones para comprobar que sus afirmaciones no son ciertas. Revisando un conjunto de datos de la inversión en el extranjero de China desde 2005, si consideramos solamente la inversión directa de CIC y de SAFE, podemos observar un claro modelo. Las inversiones de CIC y SAFE se han centrado en gran medida en los sectores de las finanzas, las materias primas, la tecnología y la energía.

Desde su creación, más del 80% de la inversión conocida de CIC se ha realizado en estos sectores, dejando el resto principalmente para activos inmobiliarios. La inversión de SAFE muestra un enfoque industrial similar. Desde 2008, el 94% de la inversión conocida de SAFE se ha realizado en activos energéticos o de finanzas. Si consideramos las inversiones indirectas realizadas por sociedades en las que CIC o SAFE cuentan con participaciones de control, como el China Development Bank e ICBC, el porcentaje centrado en sectores considerados como activos estratégicos por el gobierno chino no hace más que aumentar, debido al empuje de la inversión extranjera directa entre las empresas de recursos chinas. Las participaciones de CIC y SAFE no son carteras muy bien diversificadas, diseñadas para aumentar al máximo la rentabilidad ajustada al riesgo. Sus carteras están excesivamente concentradas en sectores de alta volatilidad, como el de las materias primas y el financiero.

Aunque se han convertido en grandes inversores internacionales, CIC y SAFE siguen siendo inversores opacos con estructuras organizativas complicadas en las que diferentes oficinas con diferentes propósitos son responsables ante autoridades que se superponen entre sí. Tal y como otros autores han destacado, estas estructuras organizativas y de gestión excesivamente complicadas están diseñadas para confundir la responsabilidad y las participaciones según se perciben internamente y desde fuera<sup>41</sup>. La capacidad de los fondos soberanos chinos de gestionar con éxito las cuestiones políticas a nivel nacional e internacional y de desempeñar un papel fundamental en la política financiera macroeconómica determinará en última instancia su éxito.

## Conclusión

CIC y SAFE son jugadores de primer nivel en el mundo de los fondos soberanos. No obstante, la politización de sus inversiones podría acarrearles problemas cuando intenten expandirse geográficamente o aumentar su influencia. La importante concentración de carteras de CIC y SAFE en industrias específicamente descritas como sectores objetivo por los líderes del Partido Comunista darán lugar a críticas desde el extranjero y a que los gobiernos se cuestionen si es oportuno concederle el acceso al mercado a China. Asimismo, la cartera creada por CIC y SAFE con la mejor información disponible, conlleva riesgos con excesiva volatilidad debido a la enorme concentración en los sectores de las finanzas y las materias primas. Debido al apalancamiento utilizado para crear CIC, se añade la presión que supone generar suficiente flujo de efectivo para el pago de la deuda al BPC. La macroeconomía también provoca vientos en contra de CIC y SAFE. Mientras que la liberalización de las divisas y la cuenta de capital podrían beneficiar a la economía china y a la industria de los servicios financieros, una continua apreciación de la moneda complica mucho más aún la devolución de la deuda denominada en yuanes o que se alcance la rentabilidad necesaria de equilibrio. Por último, la competencia interna entre CIC y SAFE podría desarrollarse de formas interesantes a medida que China siga liberalizando sus flujos de capital, y las filiales de ambas instituciones adquieran puestos superiores en la nueva administración. En el complejo mundo de la ingeniería política y financiera china, CIC, que se encuentra por debajo del Ministerio de Economía chino, le debe dinero al BPC, que ha creado su propia oficina de gestión de activos en SAFE. Aunque técnicamente todas forman parte del mismo gobierno, estos fondos soberanos representan facciones internas que compiten entre ellas por tener más influencia. El ascenso de Lou Jiwei de presidente de CIC a Ministro de Economía de China demostraría la relación entre CIC y el centro de poder en Pekín. El ascenso de Ding Xuedong, poco conocido en los círculos financieros a excepción de su carrera como burócrata en el Ministerio de Economía, para dirigir CIC debería verse como una continuación de las políticas y estrategias de inversión de CIC con una estrecha relación con el Partido y con influencia política.

Existen riesgos complejos e importantes con respecto a CIC y a SAFE. El riesgo financiero derivado de la creación de una cartera insuficiente, un elevado apalancamiento el riesgo político con respecto a la inversión china en el extranjero y la competencia entre CIC y SAFE generan serias preocupaciones a muchos niveles. Tal y como afirma el primer ministro, Xi Jinping, sobre su visión de "renacimiento de la nación china", debemos preguntarnos si CIC y SAFE formarán parte de esta visión o si sus actividades de riesgo causarán problemas a la armoniosa sociedad china.

<sup>40</sup> Thomas, Stephen y Ji Chen, 2011, "China's Sovereign Wealth Funds: Origins, Development, and Future Roles." *Journal of Contemporary China*. 20(70): 467-478.

<sup>41</sup> Eaton, Sarah y Zhang Ming, 2010, "A Principal-Agent Analysis of China's Sovereign Wealth System: Byzantine by Design." *Review of International Political Economy*. 17(3): 481-506



Christopher Balding

Profesor de Economía, HSBC Business School en Peking University Shenzhen Graduate School

Komal Shakeel

Asistente de investigación, HSBC Business School en Peking University Shenzhen Graduate School

# Los fondos del Golfo después de la crisis financiera





## 6. Los fondos del Golfo después de la crisis financiera

### 6. LOS FONDOS DEL GOLFO DESPUÉS DE LA CRISIS FINANCIERA

Los fondos soberanos de Oriente Medio, que se encuentran principalmente en el Golfo, han tenido problemas para gestionar de forma efectiva la riqueza proveniente del petróleo y redefinir sus estrategias corporativas y de inversión en el contexto que ha seguido a la crisis financiera. Cimentados en algunos de los fondos más grandes, antiguos y conservadores en términos financieros, Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA), Kuwait Investment Authority (KIA), y Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), los fondos del Golfo<sup>1</sup>, han intentado renovar su gestión, su nivel de riesgo y su estrategia corporativa a fin de responder a las cada vez mayores exigencias públicas de transparencia. No obstante, también han surgido nuevos fondos y retos. Qatar Investment Authority, fundado en 2005, se ha convertido rápidamente en un inversor internacional de primer nivel y Dubái ha resistido el primer impago de deuda de un país con fondos soberanos. Aunque la mayoría de los fondos proceden principalmente del petróleo y el gas, el impacto en las economías y el diseño de los fondos ha tomado formas muy distintas. Estos gobiernos pretenden diversificar sus fuentes de ingresos mediante un amplio desarrollo económico y proyectos de inversión diseñados para preservar su riqueza.

Los países del Golfo, debido a que sus exportaciones se comercializan principalmente en dólares, se han convertido, de hecho, en economías dolarizadas. Sus tipos de cambio se establecen en función del dólar y, dado el vínculo implícito entre el mercado de EE.UU. y los precios del petróleo a nivel mundial, los fondos del Golfo están muy sujetos a los mercados estadounidenses, tanto en el ámbito económico como en el financiero. Según un estudio, al equilibrar la cartera de riqueza nacional en los países dependientes del petróleo, los fondos soberanos se beneficiarían más de una cartera conservadora de efectivo o de instrumentos similares al efectivo y con altos niveles de instrumentos de renta fija de alta calificación crediticia y con una ponderación de valores con valores de renta variable relativamente pequeña<sup>2</sup>. La intuición es que una cartera nacional sobrecargada de materias primas no líquidas se podrá rentabilizar mejor incrementando la exposición financiera a activos de baja volatilidad no correlacionados con el petróleo, tales como la renta fija de bajo riesgo. Mientras los fondos del Golfo han intentado diversificar sus economías y alejarlas del petróleo, especialmente en los Emiratos, centrándose en el ocio y las finanzas, no han tenido mucho éxito a la hora de dar un giro con respecto a su dependencia de las exportaciones y sus fundamentos macroeconómicos en general en relación con la dependencia de las materias primas. Los activos financieros de los fondos del Golfo, a excepción de SAMA, se han invertido con fuerza en mercados de valores de renta variable, aumentando el riesgo sobre su riqueza nacional debido a la fuerte relación entre el petróleo y los valores de renta variable. Asimismo, a pesar de su confianza económica y financiera a

nivel nacional en los precios de las materias primas, los fondos soberanos del Golfo han realizado importantes inversiones en explotaciones de recursos naturales, concentrando aún más su exposición a la inestabilidad de los precios de las materias primas. La afluencia de capital a los estados del Golfo y a sus fondos soberanos vienen de la mano de exportaciones de petróleo el crecimiento de estas economías en el medio plazo seguirá dependiendo del precio del petróleo.

El supuesto objetivo de estos fondos es proteger la riqueza nacional, lo que implica una postura implícita de inversión conservadora que, por regla general, se refleja en sus valores en cartera. Salvando algunas excepciones, el capital de los fondos está invertido en carteras conservadoras: renta fija de alta calificación y en acciones seguras (*blue chip*). SAMA, en relación con ADIA, KIA y QIA, es conservadora en sus inversiones pero no está muy diversificada, mientras que el resto poseen carteras más clásicas. Debido a la tendencia de muchos de los países del Golfo a convertirse en los centros financieros de la región, parece existir un importante solapamiento de las áreas de inversión y para que cada una de ellas prospere sin perjudicar al resto, deben especializarse. El desarrollo de las economías del Golfo más allá del petróleo, así como el papel que la riqueza de los recursos naturales desempeñará a través de los fondos soberanos sigue siendo un interrogante<sup>3</sup>.

Probablemente el mayor riesgo para los fondos soberanos y el crecimiento de los países del Golfo es de carácter político. El conservadurismo financiero, corporativo y de inversión inherente se está viendo amenazado por los acontecimientos y por las poblaciones locales, que exigen cambios políticos y una mayor responsabilidad de los gobiernos. Algunos países del Golfo ya han realizado importantes transferencias a los ciudadanos procedentes de la riqueza nacional, diseñadas para asegurar la estabilidad durante épocas de inestabilidad política. Arabia Saudí y Catar han tomado medidas en épocas de inestabilidad utilizando recursos de la riqueza nacional para minimizar el riesgo político<sup>4</sup>. Sin embargo, la presión activista que exige más control y responsabilidades en Kuwait, Catar y otros países del Golfo podría influir a la hora de hacer frente a la gestión de riesgos y a las estrategias financieras nacionales con dichos fondos.<sup>5</sup> El principal riesgo para la sostenibilidad financiera y económica nacional y la acumulación de capital de los fondos soberanos es el gasto público excesivo y mal gestionado por la abundancia del petróleo. La situación política actual tras la "Primavera Árabe" hace que dichos factores sean importantes para la gestión de los riesgos y las estrategias de inversión.

<sup>1</sup> Hemos identificado 19 fondos soberanos de Oriente Medio en nuestra clasificación ESADegeo. Aquí nos centraremos en los cuatro fondos más importantes. En nuestro informe anterior hablamos sobre otros fondos soberanos de Oriente Medio como IPIC (actualmente 100% propiedad de Cepsa) o Mubadala.

<sup>2</sup> Véase Balding, C. y Yao, Y., 2011, "Sovereign Wealth Funds in the Shadow of Commodity Based National Wealth", *International Finance Review*. 12: 293-312.

<sup>3</sup> Véase Ali, A. y Al-Aswad, S., 2012, "Persian Gulf based SWFs & Financial Hubs in Bahrain, Dubai and Qatar: A Case of Competitive Branding", *Sovereign Wealth Fund Initiative, The Fletcher School, Universidad de Tufts*.

<sup>4</sup> Véase Haykel, B., 2013, "Saudi Arabia and Qatar in a Time of Revolution", *Center for Strategic & International Studies*.

<sup>5</sup> Véase Friedman, B., 2012, "Battle for Bahrain: What One Uprising Meant for the Gulf States and Iran", *World Affairs*.



## Saudi Arabian Monetary Authority

A pesar de su inclusión como fondo soberano, SAMA parece gestionar una cartera muy conservadora que difiere poco de las operaciones estándar del banco central. Actualmente se encuentra en el segundo puesto en la clasificación de fondos soberanos de ESADEgeo y gestiona activos por un valor de 676.000 millones de dólares. SAMA se adhiere en gran parte a su papel como banco central y es conservadora en sus inversiones como fondo soberano. Al adoptar las líneas generales de los acuerdos Basilea I, II y III, SAMA está aceptando su papel como principal regulador financiero de Arabia Saudí, adoptando la gestión del riesgo institucional a la par con las economías desarrolladas<sup>6</sup>. Aunque esta situación deja entrever cambios en los procedimientos de gestión de riesgos para SAMA, no refleja un cambio en su estrategia de inversión, que sigue siendo conservadora y se centra en la gestión de la divisa. Dado que el motor de la actividad económica nacional está estrechamente relacionado con el sector del petróleo y los mercados extranjeros, concretamente con los flujos financieros en dólares, la estabilidad del rial saudí es la principal preocupación de SAMA. La estrategia de inversión de SAMA, aunque es bastante opaca, no es transparente con respecto a sus fondos, aunque la economía saudí todavía se ve como una de las más abiertas a las inversiones extranjeras en comparación con otros países del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG)<sup>7</sup>. Los objetivos de SAMA, tal y como aparecen reflejados en sus estatutos, no incluyen ninguna responsabilidad o mandato de inversión como fondo soberano, sino solamente tareas de gestión sobre la moneda nacional y divisas. Sus principales funciones son regular la divisa y hacer las veces de banco central<sup>8</sup>. Sin embargo, se ha convertido de facto en el fondo soberano de Arabia Saudí<sup>9</sup>.

Aunque SAMA mantiene una cartera teóricamente razonable de valores de renta fija de alta calidad crediticia y de baja volatilidad, designados para cumplir con las necesidades del banco central y equilibrar los cambios en los precios del petróleo en la riqueza nacional, sigue habiendo dudas razonables sobre el diseño de la cartera. Al exponerse al nivel más bajo de riesgo entre los fondos del Golfo, surge la cuestión de si deberían exponer sus fondos a niveles de riesgo más altos. Llevando un control estricto sobre su estabilidad política y económica, Arabia Saudí tiene la influencia necesaria como para proteger sus mercados ante cualquier inestabilidad política, como se ha demostrado durante la Primavera Árabe. La economía ha permanecido en gran medida sin alteraciones. Esto le ha permitido mantener a raya las presiones externas, ya que pueden permitirse asumir menos riesgos<sup>10</sup>. Sin embargo, el hecho de que esta política sea la mejor y prevenga la diversificación y el

desarrollo económico o no es una pregunta que sigue estando en el aire. La mayor restricción sobre la expansión de la inversión son los fundamentos ideológicos de la estricta sociedad árabe. Los principios de financiación islámicos, que no permiten la generación de ingresos por intereses sobre los préstamos, así como el procedimiento de asegurarse de que cada inversión cumple con la Sharía, limitan la introducción de varios instrumentos de inversión. SAMA y Arabia Saudí están ampliando gradualmente su presencia en el mercado del sukuk. Malasia fue el líder de las finanzas en el mundo islámico en la pasada década, pero este mercado se ha expandido rápidamente en Arabia Saudí. Debido a las presiones para el desarrollo político y económico, SAMA podría tener que revisar sus estrategias y posiblemente también, su transparencia<sup>11</sup>.

## Kuwait Investment Authority

KIA, que se fundó en 1953 y que es uno de los fondos soberanos más antiguos del mundo, ha ayudado a Kuwait a sobrevivir y reconstruirse de los devastadores conflictos, y se ha convertido en un inversor institucional diversificado de primer nivel. Su dilatada historia le ha permitido entender mejor los errores de la inversión directa cuando no hay un control apropiado y hoy en día prefiere una cartera diversificada y de bajo riesgo que, por regla general, consiste en inversión pasiva. Dentro del mundo de la renta fija, KIA invierte en valores gubernamentales, en bonos de empresa/agencias públicas, valores del Tesoro indexados a inflación y bonos soberanos en Norteamérica, Europa, Asia y los mercados emergentes. En cuanto a la cartera de equity, KIA es un inversor “buy-and-hold” con un bajo volumen de rotación, que adquiere acciones de valor y crecimiento de empresas de cualquier capitalización bursátil. Sin embargo, KIA cuenta con empresas en el mercado inmobiliario, de capital privado y público, de renta fija y de inversión alternativa por todo el mundo; lo que le convierte en uno de los fondos soberanos más diversos a nivel geográfico<sup>12</sup>. Cuenta con participaciones en empresas muy conocidas, como Citigroup y el fabricante de coches alemán Daimler. Las inversiones en Citigroup y Merrill Lynch fueron polémicas, ya que se realizaron en los momentos más difíciles de la crisis en 2008; a pesar de las pérdidas que ha sufrido KIA, Estados Unidos sigue siendo un destino de inversión principal<sup>13</sup>. KIA es un inversor en una cartera diversificada a nivel mundial. Actualmente gestiona activos por un valor de 290.000 millones de dólares y ocupa el séptimo lugar en la clasificación de fondos soberanos de ESADEgeo.

No obstante, Kuwait Investment Authority trabaja para ampliar posibles mercados de inversión. Entre los nuevos e importantes socios económicos y de inversión, KIA se está centrando en una mayor presencia en los mercados de capital chinos. Después de años de tener solamente una oficina fuera de Kuwait en Londres, KIA ha

<sup>6</sup> Véase Mounir Khoury, H. 2012, “Where does Saudi Arabia stand in terms of Risk management”, *Middle East Matters*, Deloitte.

<sup>7</sup> [http://redmoneyevents.com/2012/2012\\_IFNforum\\_SA.asp](http://redmoneyevents.com/2012/2012_IFNforum_SA.asp)

<sup>8</sup> <http://www.sama.gov.sa/sites/samaen/RulesRegulation/BankingSystem/Pages/BankingSystemFD01.aspx>

<sup>9</sup> [http://archive.treasury.gov.au/documents/1963/PDF/6\\_overview\\_of\\_islamic\\_finance\\_banking\\_and\\_insurance.pdf](http://archive.treasury.gov.au/documents/1963/PDF/6_overview_of_islamic_finance_banking_and_insurance.pdf)

<sup>10</sup> <http://www.arabianbusiness.com/saudi-bank-lending-growing-fastest-in-gcc-region-408668.html>

<sup>11</sup> [http://redmoneyevents.com/2012/2012\\_IFNforum\\_SA.asp](http://redmoneyevents.com/2012/2012_IFNforum_SA.asp)

<sup>12</sup> <http://investing.businessweek.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=21922514>

<sup>13</sup> <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/6745295/Kuwait-Investment-Authority-sells-stake-in-Citigroup-for-2.4bn-after-just-two-years.html>

## 6 Los fondos del Golfo después de la crisis financiera

ampliado sus operaciones a Pekín, consiguiendo la distinción de “inversor cualificado” en China, con todos los derechos para cotizar en la bolsa de Shanghái<sup>14</sup>. A medida que cambia los mercados tradicionales por nuevos sectores, la imagen pública y la estructura organizativa de KIA se va volviendo más importante. El equipo de dirección de KIA es seleccionado por la Junta Directiva con cierta representatividad del sector privado. La inclusión del control de KIA por parte del sector público proviene de los escándalos que tuvieron lugar hace más de veinte años, cuando se malversaron fondos (como se demuestra en nuestro informe de 2012) y el poco control sobre las inversiones enfureció a los kuwaitíes, que exigieron mayores responsabilidades. En la práctica, la estructura de gobierno de KIA es muy rigurosa. La presentación de informes y la auditoría implican la participación de las cuatro grandes auditoras así como la de un equipo diversificado de ministros con amplia autoridad. A medida que KIA se expande, la transparencia y el escrutinio público serán más habituales y necesarios. No obstante, a diferencia de otros fondos soberanos del Golfo, Kuwait y KIA siguen dependiendo en gran medida del petróleo y no pretenden diversificarse económicamente. Según se afirmó en un estudio, “algunas de las políticas de Kuwait con respecto a la distribución de las rentas, como la subvención de servicios públicos y la oferta de empleo público, han dado lugar a importantes perturbaciones, ineficiencias y deficiencias institucionales”<sup>15</sup>. Debido al riesgo recurrente del crecimiento excesivo del gasto público provocado por una confianza excesiva en los precios del petróleo, Kuwait parece poco dispuesta a hacer frente a su rigidez económica. En lugar de aprovechar su influencia financiera a través de KIA para fomentar el desarrollo económico, Kuwait ha confiado principalmente en la producción de petróleo para construir un amplio estado del bienestar. Debido a los importantes ingresos procedentes del petróleo (en el corto y medio plazo) en los países del Golfo que sostienen un consumo continuado, Kuwait no se preocupa por promover un desarrollo doméstico de largo plazo.

### Abu Dhabi Investment Authority

Tras perder su título como el fondo soberano más grande del mundo (ahora ocupa el quinto lugar en la clasificación de fondos soberanos de ESADEgeo con un valor estimado de 450.000 millones de activos gestionados) y con un control cada vez mayor de sus actividades, Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) ha optado por aceptar su papel como inversor institucional a nivel mundial<sup>16</sup>. Desde 2009, ha emitido informes anuales en los que se especifican las estrategias de inversión y gobierno corporativo, entre otras cuestiones clave. Gestionando una de las reservas de petróleo per cápita más importantes del mundo, ADIA invierte en la mayor

variedad de activos posible, incluyendo no solo valores de renta variable en mercados desarrollados, emergentes y en empresas de pequeña capitalización, sino también en deuda pública, activos alternativos e inmobiliarios, capital privado, efectivo e infraestructuras<sup>17</sup>. ADIA, al tiempo que cuenta con una gran variedad de activos, ha asumido una estrategia conservadora diseñada para minimizar el riesgo de inversión. Con un importante porcentaje de sus activos gestionados externamente y centrándose en estrategias de reproducción de índices, ADIA está logrando una rentabilidad del 6,9% anual a veinte años, lo que implica una expansión razonable del riesgo financiero<sup>18</sup>. ADIA, junto con Norges Bank Investment Management, se ha convertido en una de las carteras más clásicas con una amplia diversificación de activos, geográfica y de perfiles de riesgo. Dada la abundancia de la riqueza nacional y los ingresos procedentes del petróleo, sería más prudente contar con un porcentaje mayor en activos de bajo riesgo y volatilidad para compensar la volatilidad inherente a los precios de las materias primas.

El informe anual de ADIA y otras publicaciones muestran un mayor énfasis en una clara estrategia de relaciones públicas y en una clara separación entre el equipo de gestión y el gobierno. Tras las críticas por su falta de independencia del gobierno y debido a que sus inversiones tuvieron cierto cariz político, ADIA ha pasado por un proceso diseñado para incrementar la profesionalización de su equipo de gestión y se ha diversificado económicamente para dejar de depender del petróleo en tanta medida. Sin embargo, a pesar de la insistencia de ADIA, la separación de poderes entre ADIA y el gobierno sigue siendo cuestionable. Los directivos siguen siendo designados por el emir. De hecho, el director general, Hamed bin Zayed Al Nahyan, procede de la familia gobernante y añade un importante peso político en las decisiones más importantes. Para tratar públicamente esta preocupación, ADIA llegó a contratar a Landor, una empresa de marketing y diseño creativo, para ayudarle a crear una estrategia de relaciones públicas, a fin de mejorar su imagen como fondo soberano global. Al tiempo que mantiene una cartera clásica que fomenta la diversificación y el desarrollo económico, el riesgo político asociado a ADIA y a su gestión directa por parte de Al-Nahyan siguen siendo motivo de preocupación.

La estrategia de diversificación económica a largo plazo de ADIA es su cualidad distintiva. Abu Dabi, apoyada por la influencia financiera de ADIA, ha sido el país del Golfo que se ha esforzado más en intentar diversificar el motor de su economía fuera del petróleo. Abu Dabi ha realizado importantes movimientos en el sector financiero, turístico y del ocio, entre otros, implicando normalmente a fondos de inversión de ADIA u otros instrumentos de inversión pública a nivel nacional. Aunque las inversiones en diversificación todavía no han demostrado que la

<sup>14</sup> <http://www.arabianbusiness.com/kuwait-wealth-fund-aims-boost-china-investments-425619.html>

<sup>15</sup> Véase El-Katiri, L., Fattouh, B., y Segal, P., 2011, “Anatomy of an Oil-Based Welfare State: Rent Distribution in Kuwait”, Kuwait Programme on Development, Governance, and Globalization in the Gulf States No. 13.

<sup>16</sup> Véase “Abu Dhabi Investment Authority No Longer Has the World’s Richest Sovereign Wealth Fund Says SWFI”, *Arabian Money*, 5 de noviembre de 2012.

<sup>17</sup> <http://www.adia.ae/En/Investment/Portfolio.aspx>

<sup>18</sup> Véase e 2011 Review: Prudent Global Growth

economía de los Emiratos disminuya su dependencia del petróleo, Abu Dabi y ADIA han declarado su intención de reducir su dependencia de las materias primas. Así lo refleja su proyecto Economic Vision 2030. En él se muestra la voluntad de Abu Dabi de fomentar el desarrollo sostenible, la expansión del sector servicios y la creación de nuevas zonas industriales; además, busca añadir actividades de mayor valor añadido más allá de la extractiva<sup>19</sup>. Aunque la diversificación económica de Abu Dabi y ADIA no ha dado lugar, aún, a una reducción significativa de su dependencia del petróleo, no cabe duda de que es la estrategia más ambiciosa de la región del Golfo para reducir su dependencia de los ingresos por materias primas.

### **Qatar Investment Authority**

Aunque es el más joven de los fondos del Golfo, creado en 2005, Qatar Investment Authority, que gestiona 135 000 millones de dólares en activos, se ha convertido en uno de los inversores más agresivos y más conocidos del Golfo. Qatar Holdings es una filial indirecta de QIA y el principal motor de la actividad de inversión de QIA. Aunque históricamente los inversores del Golfo han tendido a ser inversores de bajo rendimiento y riesgo similares a la banca central y a las operaciones de gestión de efectivo o inversores en carteras pasivas de empresas, Catar ha adquirido un papel de inversión más activo. Ha realizado inversiones de control directo con inversiones glamorosas y emblemáticas que no pretendían eludir la atención mediática. La compra por parte de QIA de la lujosa cadena de almacenes británicos Harrods y del centro comercial Knightsbridge son solo algunas de sus muchas inversiones notables. Catar también cuenta con importantes participaciones en otras economías europeas y en sus sectores de lujo. Algunas de sus inversiones destacadas son las realizadas en las marcas francesas de lujo Louis Vuitton y Moët Hennessy, así como en edificios emblemáticos como el Neo building, una obra de arte de la arquitectura neoclásica que acoge la Embajada de Estados Unidos, y hoteles de lujo, como el Hotel W en Barcelona, la primera gran propiedad adquirida en España<sup>20</sup>. También cuenta con participaciones en la compañía de automóviles alemana Porsche (recientemente vendida) y en el fabricante italiano de productos de lujo Valentino. A partir de aquí, aunque concentrando su riesgo en términos de recursos, QIA ha adquirido una participación en Royal Dutch Shell y en la empresa petrolífera francesa Total. Las inversiones en Estados Unidos incluyen las participaciones en la joyería de lujo Tiffany & Co., así como en hoteles de lujo<sup>21</sup>. Aunque no está tan avanzada como la estrategia de diversificación de Abu Dabi, QIA también ha participado en gran medida en el intento de diversificar la economía catari más allá del petróleo. Catar Inc. ha seguido muchas de las mismas estrategias de Abu Dabi y ADIA. Entre ellas se encuentra la inversión en la industria financiera nacional, centros de formación, turismo y ocio que ha culminado con su nombramiento como sede de la Copa del Mundo de

Fútbol de 2022 (en nuestro primer informe destacamos las inversiones cataríes en la industria futbolística europea). Sin embargo, al igual que en el caso de Abu Dabi, aún está por ver si su economía podrá sustentarse por sí sola sin el flujo continuo de los ingresos del petróleo, o si se trata simplemente de proyectos opulentos realizados en tiempos de bonanza económica.

Sus inversiones están bien diversificadas e incluyen desde propiedades inmobiliarias, inversiones en petróleo, turismo y propiedades hoteleras, hasta la compra de islas para destinos vacacionales. No obstante, QIA, en su breve período de vida, ha marcado la diferencia en dos sentidos. En primer lugar, QIA no ha pretendido evitar la repercusión mediática y que atraen la atención del público o los reguladores. La mayoría de las inversiones se han realizado en marcas o empresas muy conocidas que pueden considerarse como marcas nacionales o activos emblemáticos. Por otra parte, la mayoría de los fondos soberanos han evitado activamente la compra de marcas de consumo, marcas nacionales o activos emblemáticos muy conocidos que pudieran llamar la atención. Aunque QIA ha evitado cualquier inversión que pueda relacionarla directa o indirectamente con cuestiones de seguridad nacional, ha demostrado poca reticencia a la hora de realizar grandes inversiones en importantes activos, al contrario de la tendencia seguida por el resto de fondos soberanos del Golfo. En segundo lugar, QIA también ha desempeñado un papel más activo que otros fondos soberanos en muchas inversiones. Para evitar problemas que puedan interferir en la política o simplemente una influencia no deseada, muchos fondos soberanos, incluyendo los del Golfo, han evitado ejercer un papel de inversión activo o han rechazado ocupar puestos directivos, actuando más como un inversor pasivo. QIA ha adquirido activos completos, en algunos casos, incluyendo el pasivo, y no se ha resistido a aceptar una silla en el consejo de administración en empresas con participación minoritaria u otro tipo de acciones que indican un alto nivel de control sobre su cartera. Aunque desde la lógica económica deberían fomentarse las participaciones activas en acciones, teniendo en cuenta la sensibilidad política en muchos países con respecto a las inversiones de los fondos soberanos, especialmente en campeones nacionales o activos emblemáticos, seguirá siendo una estrategia política más arriesgada QIA ha llevado a cabo una inversión y una estrategia de relaciones públicas muy diferentes que conllevan más riesgos que las de otros fondos soberanos, y su validez deberá examinarse en el futuro.

### **Comparación de los fondos del Golfo**

Debido a su proximidad geográfica, las similitudes culturales y la dependencia económica del petróleo, comparar los fondos del Golfo entre sí parece algo pertinente y útil. Existen diferentes controversias con respecto a las motivaciones políticas de dichos fondos, en concreto con respecto a países objetivo, y algunos analistas se muestran preocupados por el terrorismo o por el incipiente integrismo islámico. Esta situación surgió con fuerza con el intento de acuerdo de Dubai Ports para gestionar algunos puertos en Estados Unidos, que tuvo que descartarse por evidentes preocupaciones de seguridad nacional. Por lo

<sup>19</sup> Véase Mohan Kumar, H. 2011, "Abu Dhabi Economy: Diversification in focus", *Gulfnews.com*.

<sup>20</sup> <http://dohaneews.co/post/25708833302/qatari-group-reportedly-buying-four-french-luxury>

<sup>21</sup> <http://www.arabianbusiness.com/how-qatar-is-spending-its-billions-470413.html?tab=Comments>

## 6 Los fondos del Golfo después de la crisis financiera

tanto, es útil volver a las estrategias básicas centradas en sus marcos de responsabilidad y transparencia, a fin de comparar las diferentes estrategias a través de una serie de factores.

### Comparación de la estrategia de inversión

Cada fondo del Golfo ha desplegado diferentes fines y objetivos de inversión. SAMA gestiona la cantidad de dinero actuando como un banco central, mientras que KIA y ADIA han tomado la función de preservar los fondos del Emirato para futuras generaciones. Mientras que SAMA ha participado en la planificación financiera de las últimas cuatro décadas, KIA y QIA no han anunciado hasta hace poco sus planes formales de desarrollo a largo plazo.<sup>22</sup> El aumento de la globalización social, cultural y política puede haber contribuido a este cambio en la estrategia, considerando el control de los mercados que ejercen Estados Unidos y Europa. Las estrategias de inversión de los fondos del Golfo indican un enfoque muy diferente con respecto a la gestión de la riqueza nacional y de los niveles de aceptación de riesgos.

Tabla 1

### Estrategia de inversión

| Fondo                            | Estrategia   | Comentarios  |
|----------------------------------|--------------|--|
| Saudi Arabian Monetary Authority | Conservadora | Estrategia de banco central focalizada en gestión de activos líquidos con alta calidad crediticia: tanto corporativos como soberanos de baja volatilidad y un porcentaje importante de efectivo o instrumentos monetarios. |
| Kuwait Investment Authority      | Equilibrada  | Preservar la riqueza nacional a través de inversiones diversificadas.  |
| Abu Dhabi Investment Authority   | Equilibrada  | Gestionar y preservar la riqueza ciudadana en oportunidades de inversión de bajo riesgo.   |
| Qatar Investment Authority       | Agresiva     | Preservar y ampliar la riqueza nacional mediante inversiones representativas en los países objetivo  |

Las estrategias de inversión de los fondos del Golfo abarcan desde la banca central y operaciones de gestión de efectivo y liquidez hasta el control agresivo y directo de los activos. En cada caso hay una lógica razonable para cada estrategia de inversión concreta. SAMA mantiene una cartera conservadora de renta fija con excelente notación de crédito y efectivo. La estrategia de KIA está más diversificada, o al menos parece estarlo, ya que se tienen más datos de ella.<sup>23</sup> ADIA y QIA han demostrado ser los inversores más agresivos y diversificados. A pesar de la preocupación sobre los motivos políticos que mueven a estos inversores globales en la práctica existen pocas pruebas de ello. La línea divisoria entre el ámbito financiero y el político subyacente a dichas inversiones

<sup>22</sup> Véase Hvidt, M., 2013, "Economic diversification in GCC countries: Past record and future trends", London School of Economics and Political Science.

<sup>23</sup> [http://fletcher.tufts.edu/SWFI/~media/Fletcher/Microsites/swfi/pdfs/2012/profiles/KIA%20Fund%20Profile\\_v2.pdf](http://fletcher.tufts.edu/SWFI/~media/Fletcher/Microsites/swfi/pdfs/2012/profiles/KIA%20Fund%20Profile_v2.pdf)

está poco clara. Debido al control de la dirección acordado por el gobierno o las familias gobernantes es difícil determinar el lugar donde termina la influencia del gobierno y empieza la gestión independiente de los activos. Sus diferentes estrategias de inversión indican un gran abanico en la aceptación de riesgos y los objetivos de rentabilidad pretendidos por cada fondo. Está por ver el impacto a plazo que tienen estas estrategias sobre los retornos o la economía en su conjunto.

### Estrategia de relaciones públicas

Más allá de la estrategia de inversión, cada fondo ha elaborado diferentes estrategias de relaciones públicas. Por su parte, KIA es más cercana a los medios, aunque en su página web manifiesta que está en contra de la ley kuwaití relativa a la publicación de información sobre las actividades de KIA. No obstante y a pesar de ello, la dirección no tiene inconveniente en expresar sus opiniones sobre diferentes aspectos. El director gerente expresó una gran decepción con la política estadounidense y la forma en la que están gestionando la crisis de deuda. ADIA ha pasado por un lavado de imagen utilizando a la empresa de relaciones públicas Landor. Se la consideraba muy dependiente con respecto a la política del país en cuestiones de inversión, por lo que su posición como gestor independiente de activos se vio perjudicada.

Tabla 2

### Estrategia de relaciones públicas

| Fondo                            | Estrategia   | Comentarios   |
|----------------------------------|--------------|---|
| Saudi Arabian Monetary Authority | Conservadora | No hay reconocimiento oficial con respecto a las actividades del fondo soberano. No consta ningún informe anual o periódico sobre sus actividades, estrategias o participaciones. Solamente consta información oficial en el resumen estadístico anual. |
| Kuwait Investment Authority      | Moderada     | Interacción cuidadosamente dirigida con los medios y las partes interesadas   |
| Abu Dhabi Investment Authority   | Moderada     | Actualización periódica de sus actividades de inversión. Publicaciones para los medios. Excelente comunicación de la dirección con los medios y los socios  |
| Qatar Investment Authority       | Abierta      | Declaraciones abiertas y muy frecuentes sobre cualquier inversión   |

Las observaciones sobre la forma en la que KIA trata con las diferentes economías destaca la medida en la que depende de su poder económico y político en el escenario mundial. En las comunicaciones con las autoridades chinas y canadienses, los comentarios son más políticamente correctos, con algún tono condescendiente, pero con Estados Unidos y Europa en la fase posterior a la crisis de la deuda, la comunicación es de un tono más serio.

## Objetivos de desarrollo económico

El factor común a la hora de crear una política económica y de inversión es la aversión al riesgo. Aunque una estrategia de cartera con una baja volatilidad y riesgo puede encajar en el modelo clásico para compensar la alta volatilidad de la riqueza nacional, que sigue centrada en el petróleo, mantiene la dependencia con respecto a las materias primas. Por otra parte, la inversión en desarrollo económico para las economías dependientes del petróleo conlleva un riesgo elevado debido a las dificultades inherentes a la diversificación. Pese a esta desmesurada confianza en los precios del petróleo para gestionar las economías del Golfo, parece seguro que se elaborará una estrategia de desarrollo. SAMA es la que más aversión muestra al riesgo mientras que QIA parece ser la que menos.

Tabla 3

### Objetivos de desarrollo económico

| Fondo                            | Estrategia de diversificación | Comentarios   |
|----------------------------------|-------------------------------|---|
| Saudi Arabian Monetary Authority | Ninguna                       | SAMA no parece tener objetivos de desarrollo económico directo o indirecto. No consta ningún objetivo oficial de desarrollo económico a nivel nacional o inversiones conocidas en el reino saudí. |
| Kuwait Investment Authority      | Limitada                      | No constan objetivos importantes de desarrollo industrial o de inversiones a nivel nacional.  |
| Abu Dhabi Investment Authority   | Diversificación económica     | Intentar diversificar activamente la economía nacional con importantes inversiones dentro del país en los ámbitos financiero, del ocio y del turismo.   |
| Qatar Investment Authority       | Diversificación económica     | Intentar reducir la dependencia del petróleo con políticas industriales activas e inversiones a nivel nacional centradas en las finanzas, el turismo y la educación.                              |

Solamente ADIA y QIA están intentando diversificar activamente sus economías locales utilizando el efecto de palanca financiero como base para crear mercados de capital que puedan tener un derrame posterior en otras industrias. KIA es la responsable en gran medida de preservar la riqueza de los ciudadanos kuwaitíes para las generaciones venideras. SAMA regula la economía saudí haciendo las veces de banco central y sus operaciones de inversión no son tan amplias.

## Conclusiones

A pesar de que, a priori, sus características son similares, los fondos soberanos del Golfo tienen importantes diferencias en sus estrategias de inversión, empresariales, y de desarrollo económico. Los fondos soberanos del Golfo están creando sus estrategias de inversión basándose en objetivos muy diferentes. SAMA está centrada en las operaciones de gestión de efectivo y liquidez, con una cartera teóricamente prudente pero vinculando su economía con el petróleo a largo plazo. ADIA y QIA han fijado un nuevo rumbo para su economía. Una cartera con mayor riesgo, junto con importantes participaciones a nivel nacional y una política industrial activa a fin de estimular nuevos sectores de la economía han llevado a Abu Dabi y Catar a un terreno desconocido. La racionalidad a largo plazo de ambas estrategias todavía deberá demostrarse y cada una tiene prudentes motivos en los que basar su estrategia.

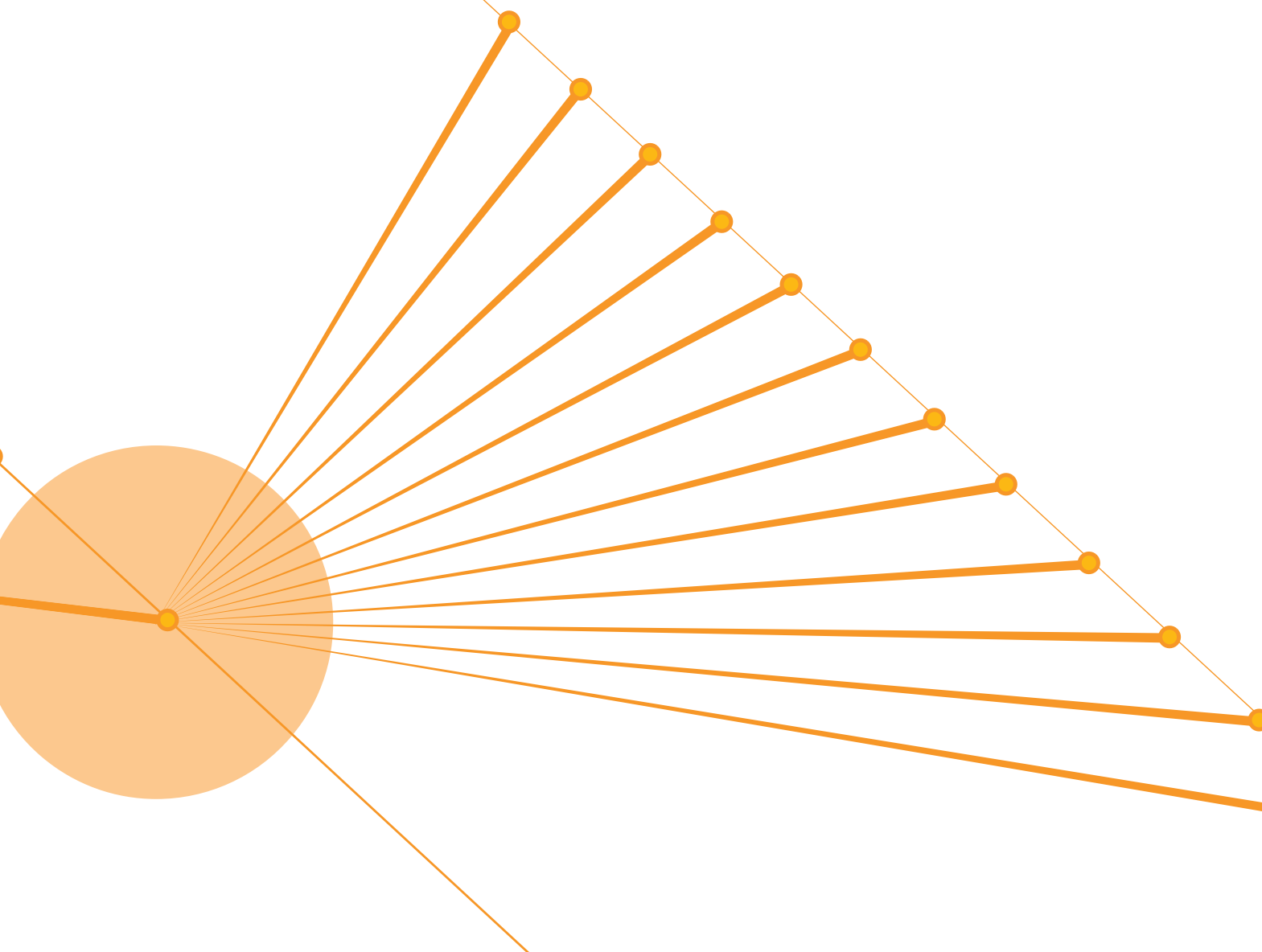
Hay dos principales riesgos con respecto a los fondos soberanos del Golfo. En primer lugar, los fondos del Golfo se enfrentan a un nivel de riesgo político significativamente más alto que otros fondos. Ya sea directamente por la expansión de la Primavera Árabe a sus países, las restricciones en la inversión internacional o a través de medios más indirectos, como una mayor transparencia y responsabilidad sobre las actividades de los fondos soberanos, existe un riesgo político significativo asociado con los fondos soberanos del Golfo. En segundo lugar, existe un importante riesgo financiero y económico debido a las imprudentes políticas de gasto público. Los estados ricos en materias primas han tenido una larga trayectoria de gasto público excesivo o de poca inversión que los han conducido a importantes pérdidas o crisis. En los últimos años, los precios del petróleo han sido el escudo que ha protegido a las prósperas economías del Golfo de la recesión económica que ha azotado a la economía mundial desde 2008. En caso de que los precios del petróleo bajen por una recesión prolongada del crecimiento mundial o por perturbaciones financieras, esta situación tendrá un importante impacto en las economías y fondos del Golfo dependientes del petróleo.

Los fondos del Golfo presentan una situación en las que sus economías se superponen y compiten por el futuro de Oriente Medio. El conservadurismo financiero saudí o las estrategias de asunción de riesgos y el dinamismo de Catar y los Emiratos; cada una conlleva riesgos concretos y beneficios potenciales sin ningún resultado claro. El futuro aún debe dilucidarse.



# II

## Análisis Sectorial



The image features a solid orange background with a complex network of white lines and circles. A central white circle is connected by lines to several other white circles of varying sizes scattered across the frame. Some lines are thicker than others, and some circles are also filled with a lighter shade of orange. The overall composition is abstract and geometric, resembling a stylized network or a series of interconnected points.

**Javier Santiso**

Profesor de Economía, ESADE Business School

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



# Fondos soberanos y nuevas tecnologías



## 7. Fondos soberanos y nuevas tecnologías

### 7. FONDOS SOBERANOS Y NUEVAS TECNOLOGÍAS

Los fondos soberanos invitan a fantasear. Algunos sueñan con que vengan a salvarles, otros temen que entren en su capital por oscuros motivos políticos<sup>1</sup>. Unos piensan que sólo apuestan por las materias primas o sectores de bajo valor añadido o que se dejan deslumbrar por activos como hoteles de lujo y marcas emblemáticas<sup>2</sup>. Otros temen que, al contrario, se hagan con activos industriales estratégicos. Lo cierto es que, como siempre, la realidad es más compleja y también mucho más interesante.

En el primer informe que realizamos, publicado en el 2012<sup>3</sup>, hemos deshecho un mito sobre los fondos soberanos: que éstos no apostaban por Europa y mucho menos por España. No solo mostramos que los fondos soberanos han invertido un récord de 81.000 millones de dólares en el 2011 (en un total de 237 operaciones), sino que además Europa está en el radar de sus inversiones: en 2011 fue la región que más inversión recibió (casi 35%), por delante de Asia (32%) y las Américas (menos de 7%, Norte y Sur). Más sorprendente quizás es que es que el país europeo que más inversión que más inversión ha recibido es España: un total de 8.400 millones de dólares (si sumamos las inversiones en España y empresas españolas), por delante de Francia (3.600 millones) e Inglaterra (menos de 3.000 millones). Las principales operaciones fueron llevadas a cabo sobre todo por fondos árabes de Emiratos y Catar.

En este informe, y en este capítulo en particular, queremos contribuir a tumbar otro mito: que los fondos soberanos sólo se interesan por activos relacionados con las materias primas, sectores financieros, y poco más. Muestra de ello, es que en el año 2012, mientras las inversiones directas realizadas por los fondos soberanos se desplomaban desde los 89.500 millones de dólares hasta los 57.300 millones, las inversiones realizadas en el sector de las tecnologías de la información aumentaban un 90%, por delante de sectores tradicionales de inversión como el energético, el inmobiliario y el financiero.

<sup>1</sup> Ver Rolando Avendaño y Javier Santiso, "Are sovereign wealth funds political biased? A comparison with mutual funds" in *Karl Sauvart*, dir., *Sovereign investment: Concerns and policy reactions*, Oxford, Oxford University Press, 2012, pp. 221-257.

<sup>2</sup> Todo ello es en parte cierto, pero sólo en parte. Los fondos soberanos invierten en marcas estrellas, comprando, por ejemplo, la empresa de lujo italiana Valentino en el 2012 por un monto de 700 millones de euros (Catar), o en activos inmobiliarios *premium* como el hotel particular del 8 Place Vendôme comprado por un fondo de Asia Central también en el 2012 (el fondo azerí SOFAZ) o el 90 Boulevard Pasteur comprado por ADIA (Emiratos) al grupo Crédit Agricole por 250 millones de euros a principios del año 2013. Sólo en el 2012 los fondos soberanos compraron 38 propiedades de gran tamaño y/o de lujo en unas transacciones valoradas en cerca de 10.000 millones de dólares. El fondo noruego, con más de 700.000 millones de activos, compró activos en París, Berlín o Zurich. Qatar Investment Authority (QIA) ha sido el más activo en este tipo de transacciones. Compró media docena de hoteles de lujo en Francia en 2012 por un monto cercano a los 800 millones de euros al grupo americano Starwood Capital (después de haber pagado en el 2010 más de 2.200 millones de dólares por la cadena británica icónica Harrods). Sin embargo el mismo QIA, y siguiendo con el ejemplo francés, también compra e invierte en activos industriales; por ejemplo, la constructora e ingeniería gala Vinci (de la que posee el 5,6%) y del grupo de medios y del mundo digital Lagardère (del cual posee más del 10%).

<sup>3</sup> Ver Javier Santiso, ed., *Informe Fondos Soberanos 2012*, Madrid, ICEX - INVEST IN SPAIN, KPMG y ESADE Business School, 2012.

Pero este cambio de tendencia que está llevando progresivamente a los fondos soberanos a invertir en sectores intensivos en tecnología, no solo se está traduciendo en un incremento de las inversiones realizadas por los fondos soberanos en el sector de las tecnologías de la información, sino también en un aumento de los niveles de inversión en otros sectores intensivos en tecnología, como el sanitario, el farmacéutico, el de los medios de comunicación y el de las *startups*. Las 15 principales operaciones realizadas en los años 2011 y 2012 por los fondos soberanos en sectores tecnológicos totalizaron 8.500 millones de dólares. De éstos, una buena parte tuvieron como destino sectores intensivos en tecnología "atípicos", como ponen de manifiesto las operaciones realizadas en el año 2012 por el fondo árabe de Abu Dhabi Mubadala<sup>4</sup>, para hacerse junto con otras compañías con la discográfica británica EMI Music Publishing por 2.200 millones de dólares y la realizada por el fondo chino China Investment Corporation<sup>5</sup> (CIC) para hacerse con un 5,6% de la *startup* china Alibaba por 2.000 millones de dólares.

En realidad, cabe destacar que estos fondos están reorientando masivamente sus estrategias de inversión. Desde que se inició la crisis del 2008 están buscando cada vez más inversiones estratégicas en grupos industriales y, en particular, tecnológicos y de telecomunicaciones. Las operaciones llevadas a cabo en España fueron todas de esta índole: motivadas por apuestas financieras y estratégicas (Cepsa, Iberdrola, Santander).

China, Singapur, Malasia, Emiratos Árabes Unidos: Las apuestas por activos de bajo rendimiento y por inversiones en *equity* están siendo sustituidas por una presencia creciente en proyectos industriales, buscando socios con activos tecnológicos. En total más del 57 por ciento de los fondos ya están operando en *private equity* y la mayoría también realiza operaciones que buscan simultáneamente rendimientos financieros e industriales<sup>6</sup>. Esto constituye una oportunidad para desarrollar asociaciones estratégicas para grupos asentados en la OCDE con fuerte presencia en emergentes, algo que los fondos soberanos están buscando de manera activa en la actualidad.

Así lo han entendido algunos grupos españoles, en particular Sener e Indra (con asociaciones estratégicas con el fondo emiratí Mubadala) o Iberdrola (con el fondo catari Qatar Holding<sup>7</sup>). Más recientemente, a mediados del 2012, el fondo chino CIC hizo irrupción en el capital del operador de satélites Eutelsat, de la mano de Abertis (también con participación en Hispasat). En este capítulo

<sup>4</sup> Ver <http://www.mubadala.com/en/news/mubadala-releases-full-year-2012-financial-results>

<sup>5</sup> Ver <http://www.china-inv.cn/cicen/index.html>

<sup>6</sup> Sobre la inversión de los fondos soberanos en *private equity* es interesante conocer que según datos anteriores a la crisis (2003-2007), casi el 10% de la inversión que se realizó en *private equity* contaba con la presencia de un fondo soberano. Se puede ver el reciente artículo de Shai Bernstein, Josh Lerner y Antoinette Schoar (HBS), 2013, "The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds", *Journal of Economic Perspectives* 27(2), 219-38, disponible en <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.27.2.219> y también el capítulo de este mismo informe realizado por Patrick J. Schena sobre fondos soberanos e inversiones en energía.

<sup>7</sup> Ver <http://www.qatarholding.qa/About%20QH/Pages/default.aspx/>

se detallan las operaciones que han llevado a cabo fondos soberanos con grupos tecnológicos como Intel (el fondo chino CIC llegó a un acuerdo de inversión con Intel Capital en 2010), mostrando que estamos asistiendo a una tendencia emergente que dejará de ser testimonial a lo largo de la década 2010-2020.

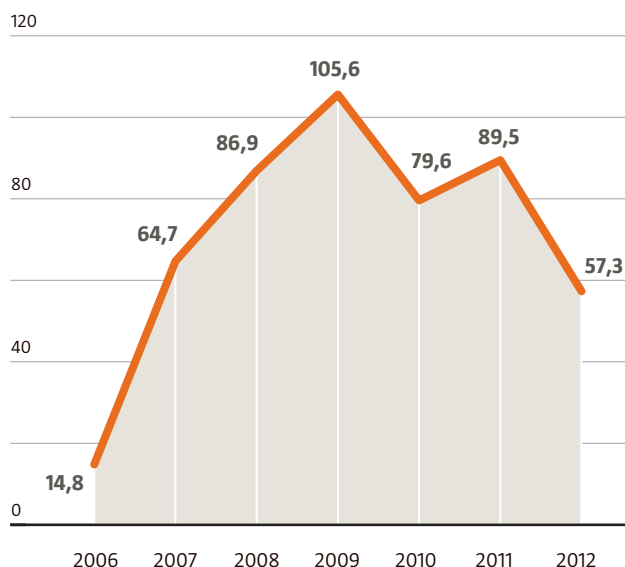
### Los fondos soberanos: inversores estratégicos en el sector tecnológico

El estallido de la crisis en los países OCDE en el 2008 ha provocado un amplio cambio de las estrategias de inversión de los fondos soberanos de los países emergentes. Éstos ya no buscan sólo inversiones en renta fija o variable y rendimientos puramente financieros sino que también buscan inversiones estratégicas, apalancadas con socios industriales<sup>8</sup> de largo plazo; una tendencia que hemos subrayado en el primer informe sobre fondos soberanos publicados en el 2012. Los fondos soberanos están multiplicando las operaciones en sectores tecnológicos. Desde Singapur hasta China pasando por los Emiratos vemos así multiplicarse las operaciones a lo largo de estos últimos años.

Gráfico 1

Los fondos soberanos están sintiendo los efectos de la crisis

Inversión directa de los Fondos Soberanos (\$bn)



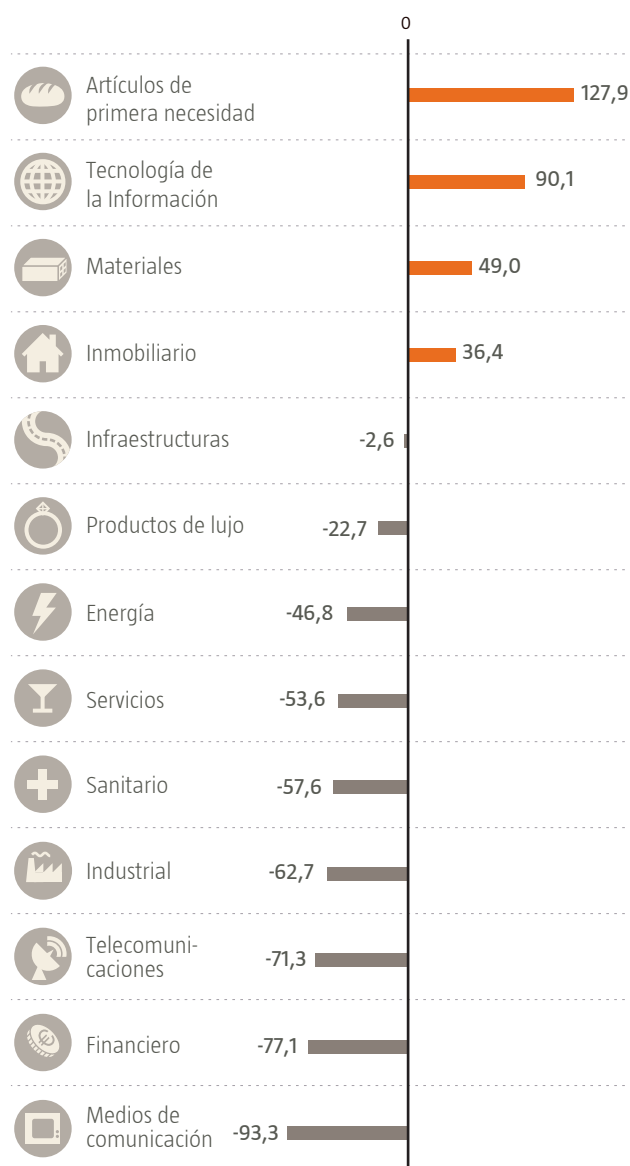
Fuente: ESADEgeo, 2013, con datos de Sovereign Wealth Fund Transaction Database, 2013.

<sup>8</sup> Ver Alexander Dyck y Adair Morse, "Sovereign wealth fund's portfolio", University of Chicago, Booth School of Business, Diciembre 2011, disponible en [www.aeaweb.org/aea/2012conference/program/retrieve.php?pdfid=181](http://www.aeaweb.org/aea/2012conference/program/retrieve.php?pdfid=181).

Gráfico 2

Los fondos soberanos redoblan su apuesta por las nuevas tecnologías

Variación anual por sector (%)



Fuente: ESADEgeo, 2013, con datos de Sovereign Wealth Fund Transaction Database, 2013.

## 7. Fondos soberanos y nuevas tecnologías

Es particularmente llamativo que si bien en 2012 los fondos soberanos han reducido sus inversiones directas (hasta 57.300 millones de dólares, desde un pico de casi 90.000 millones de dólares en 2011), el sector de las tecnologías de la información ha seguido creciendo. Es decir, los fondos soberanos se están volcando ahora hacia segmentos de mayor valor añadido industrial. Así en 2012 la inversiones directas en el sector de las tecnologías de la información aumentaron un 90%, convirtiéndose en el segundo sector dónde más aumentaron, por delante del inmobiliario, el energético o el financiero. Sin embargo, en el sector de las telecomunicaciones y los medios de comunicación se han reducido. Las operaciones más destacadas justifican el repunte de las inversiones en este sector, así como el incremento de la tendencia que apuesta por sectores industriales y de alto valor añadido. Incluso, como veremos, ya hay incursiones de los fondos soberanos en el mundo de las *startups*, algo inédito.

Durante el periodo comprendido entre los años 2011 y 2012 el valor de las principales inversiones realizadas por los fondos soberanos en sectores intensivos en tecnología superó los 8.500 millones de dólares. De las 15 principales inversiones realizadas por los fondos soberanos en los años anteriormente señalados, 10 tuvieron como destino economías emergentes, lo que confirma el despegue tecnológico de este conjunto de países, y 5 economías desarrolladas, lo que pone de manifiesto el creciente interés de los fondos soberanos por el *Know-How* occidental. Prueba de ello es que la operación desarrollada por el fondo árabe de Abu Dhabi, Mubadala, para hacerse con la discográfica británica EMI Music Publishing a través de una *joint-venture* con Sony/ATV y un consorcio de co-inversores, ha sido la más importante de las que se han realizado en los sectores tecnológicos durante el año 2012, con una inversión aproximada a los 2.200 millones de dólares.

Pero si hay una tendencia que se desprende con total nitidez de las principales operaciones materializadas por los fondos soberanos en los sectores intensivos en tecnologías, es la del aumento de las denominadas relaciones sur-sur. Aquí, los fondos soberanos asiáticos, liderados por el fondo soberano de Malasia, Khazanah<sup>9</sup>, con un inversión aproximada de 2.800 millones de dólares en sectores tecnológicos durante los años 2011 y 2012, han sido los principales protagonistas.

Khazanah ha apostado por ampliar e internacionalizar la estructura de su potente holding sanitario, que tiene en IHH Healthcare Berhad, segundo proveedor de servicios sanitarios por valor de mercado a nivel mundial, su principal pilar. Prueba de ello es la compra en el año 2011 de un 8,82% de la compañía sanitaria india, Apollo Hospitals, por valor de unos 100 millones de dólares aproximadamente, y la compra en enero de 2012 de un 15% del

principal holding sanitario turco, Acibadem Healthcare Group, por 1.700 millones de dólares, que unido al 65% que ya posee IHH, permite controlar al fondo malayo el 75% del holding sanitario turco.

Por su parte, el Government of Singapore Investment Corporation<sup>10</sup> (GIC) ha canalizado sus inversiones hacia una gran variedad de sectores tecnológicos que van desde el aeroespacial, donde ha adquirido un porcentaje de la compañía irlandesa Avolon Aerospace Leasing Limited por 300 millones de dólares; hasta el sanitario, cuando se hizo en 2012 con un pequeño porcentaje de la compañía india Vasan Healthcare por 100 millones de dólares, pasando por el del software, en el cual ha invertido 150 millones de dólares junto a Bain Capital para hacerse con el 40% de la compañía india Genpact.

La apuesta de GIC por el sector tecnológico abarca también el *private equity* y el *venture capital*. Tiene una unidad especial (Global Technology Group) que realiza estas inversiones. La estrategia es aumentar las inversiones también en emergentes (de ahí la entrada de GIC en 2012, junto al fondo chino CIC, en el banco brasileño TPG con una participación de 4,5%). Por ahora, sin embargo, el grueso de las inversiones en innovación se realizó vía fondos de *venture capital* de EEUU y de Europa como Sequoia (toda una institución en Silicon Valley).

Pero también apostó, según los datos recogidos por Preqin<sup>11</sup>, por fondos VC de emergentes, en particular el fondo chino iD TechVentures (antes Acer Technology Ventures) con oficinas en Shanghai, Beijing y Taipei, y con unos 500 millones de dólares bajo gestión<sup>12</sup>. También ha participado como inversor en varios fondos de VC israelíes, en particular Giza *Venture capital*, un VC veterano que existe desde hace 20 años, que ha invertido más de 500 millones de dólares en unas 100 *startups*<sup>13</sup>. También ha invertido en Jerusalem Venture Partners, un fondo VC creado en 1993 y que hoy en día maneja 900 millones de dólares de inversiones en *startups*<sup>14</sup>. En 2012 participó también en la ronda de financiación del fondo de *private equity* para América Latina de Advent (en total levantaron un récord de 1.650 millones de dólares). Estas inversiones en VC de países emergentes se suman a las más tradicionales en fondos VC como el fondo francés Innovacom<sup>15</sup> o el alemán Wellington Partners *Venture capital* (con sedes en Palo Alto, Munich, Zurich y Londres)<sup>16</sup>, en Europa; o Sequoia Capital<sup>17</sup>, Battery Ventures<sup>18</sup>, Lightspeed Venture Partners (que además de EEUU tiene equipos en China, India e Israel)<sup>19</sup> o Atlas Ventures<sup>20</sup>, en EEUU.

<sup>10</sup> Ver [http://www.gic.com.sg/images/pdf/GIC\\_Report\\_2012.pdf](http://www.gic.com.sg/images/pdf/GIC_Report_2012.pdf)

<sup>11</sup> Ver 2012 Preqin Sovereign Wealth Fund Review, 2012 Preqin

<sup>12</sup> Ver <http://www.idtvc.com/about.aspx>

<sup>13</sup> Ver <http://www.gizavc.com/>

<sup>14</sup> Ver <http://www.jpvc.com/>

<sup>15</sup> Ver <http://www.innovacom.fr/>

<sup>16</sup> Ver <http://www.wellington-partners.com/wp/index.html>

<sup>17</sup> Ver <http://www.sequoiacap.com/>

<sup>18</sup> Ver <http://www.battery.com/>

<sup>19</sup> Ver <http://lsvp.com/>

<sup>20</sup> Ver <http://www.atlasventure.com/>

<sup>9</sup> Ver [http://www.khazanah.com.my/docs/KAR2013\\_MediaStatement\\_170113.pdf](http://www.khazanah.com.my/docs/KAR2013_MediaStatement_170113.pdf)

No todas las inversiones realizadas por los fondos soberanos dentro del marco sur-sur han ido a parar a los sectores tradicionales. Así, en el año 2011, otro de los fondos soberanos de Singapur, Temasek<sup>21</sup>, ha sentado un nuevo precedente dentro del abanico tradicional de inversiones de los fondos soberanos al invertir en dos *startups* chinas del sector del *e-commerce*, Alibaba y VANCL, con entradas de 400 y 230 millones de dólares, respectivamente. En esta misma línea, el mayor fondo soberano chino, China Investment Corporation (CIC), decidió también invertir en el año 2012, 2.000 millones de dólares en Alibaba para hacerse con el 5,6% de la compañía.

Tabla 1

### Principales Operaciones de los Fondos Soberanos en sectores intensivos en tecnología 2011-2012

| Compañía                         | País    | Fondo Soberano                                 | Inversión* |
|----------------------------------|---------|--|------------|
| EMI Music Publishing             | UK      | Mubadala Development Company**                 | 2,200      |
| Alibaba                          | China   | China Investment Corporation                   | 2,000      |
| Acibadem                         | Turquía | Khazanah                                       | 1,700      |
| IHH Healthcare                   | Malasia | Khazanah                                       | 1,000      |
| Alibaba                          | China   | Temasek  | 400        |
| Avolon Aerospace Leasing Limited | Irlanda | Government of Singapore Investment Corporation | 300        |
| VANCL                            | China   | Temasek  | 230        |
| Genpact                          | India   | Government of Singapore Investment Corporation | 150        |
| IHH Healthcare                   | Malasia | Kuwait Investment Authority                    | 150        |
| Apollo Hospitals                 | India   | Khazanah                                       | 100        |
| Vasan Healthcare                 | India   | Government of Singapore Investment Corporation | 100        |
| Portola Pharma                   | USA     | Temasek  | 89         |
| CardioDx                         | USA     | Temasek  | 58         |
| Marin Software                   | USA     | Temasek  | 30         |
| Amyris Biotechnologies           | Brasil  | Temasek  | 25         |

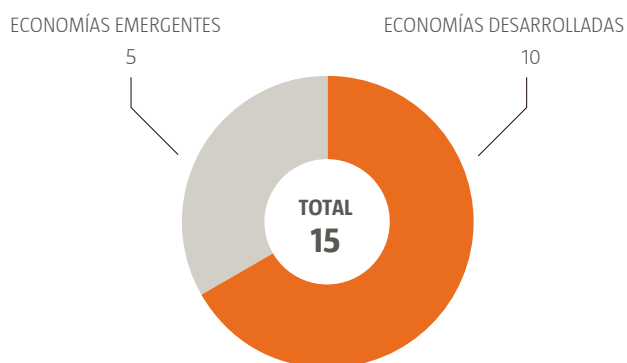
\* Millones de Dólares

\*\* Mubadala realizó esta inversión a través de una joint venture con Sony/ATV y un consorcio de co-inversores que incluía GSO Capital Partners, Jynwel Capital y David Geffen.

Fuente: ESADEgeo, 2013, con datos de Sovereign Wealth Fund Initiative, The Fletcher School, 2013.

Gráfico 3

### Número de inversiones tecnológicas de los fondos soberanos, según tipo de mercado\*



Estimación realizada sobre la base de las principales operaciones realizadas por los fondos soberanos en sectores intensivos en tecnología para los años 2011 y 2012.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Sovereign Wealth Fund Initiative, The Fletcher School, 2013.

### Temasek (Singapur)

El interés por el sector de las telecomunicaciones por parte de los fondos soberanos no es nuevo. Temasek, por ejemplo, controla el 100% de las participaciones en empresas de comunicación como MediaCorp o Singapore Technologies Telemedia, corporaciones de relevancia en Singapur.

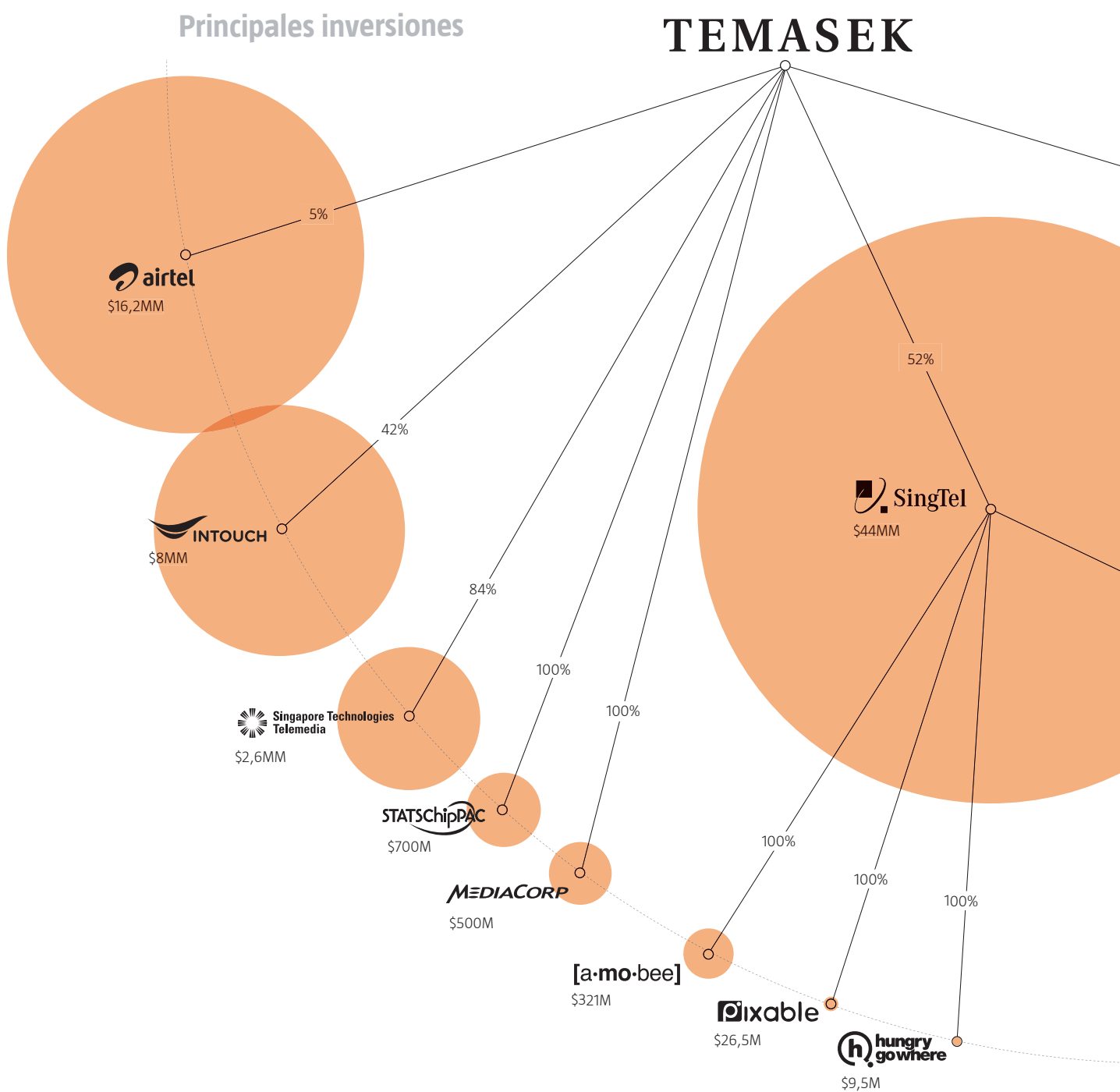
El fondo soberano de Singapur, Temasek, ha sido históricamente el impulsor del operador de telecomunicaciones, SingTel. Todavía mantiene una participación importante en el capital del operador (54%) y su actual Presidente, Simon Israel, ha sido uno de los principales directores del fondo soberano en el pasado. Esta operadora está comprando *startups* tecnológicas, en particular en Estados Unidos. Así, en 2012, compró Amobee, una empresa de marketing móvil, por 321 millones de dólares, y algo después Pixable, una *startup* basada en Nueva York y fundada por un español (Iñaki Berenguer), por más de 26,5 millones de dólares. También participa directamente en compras o participaciones locales; es el caso de la *startup* TheMobileGamer, de la que adquirió en 2012 un 35%.

<sup>21</sup> Ver <http://www.temasekreview.com.sg/index.aspx>

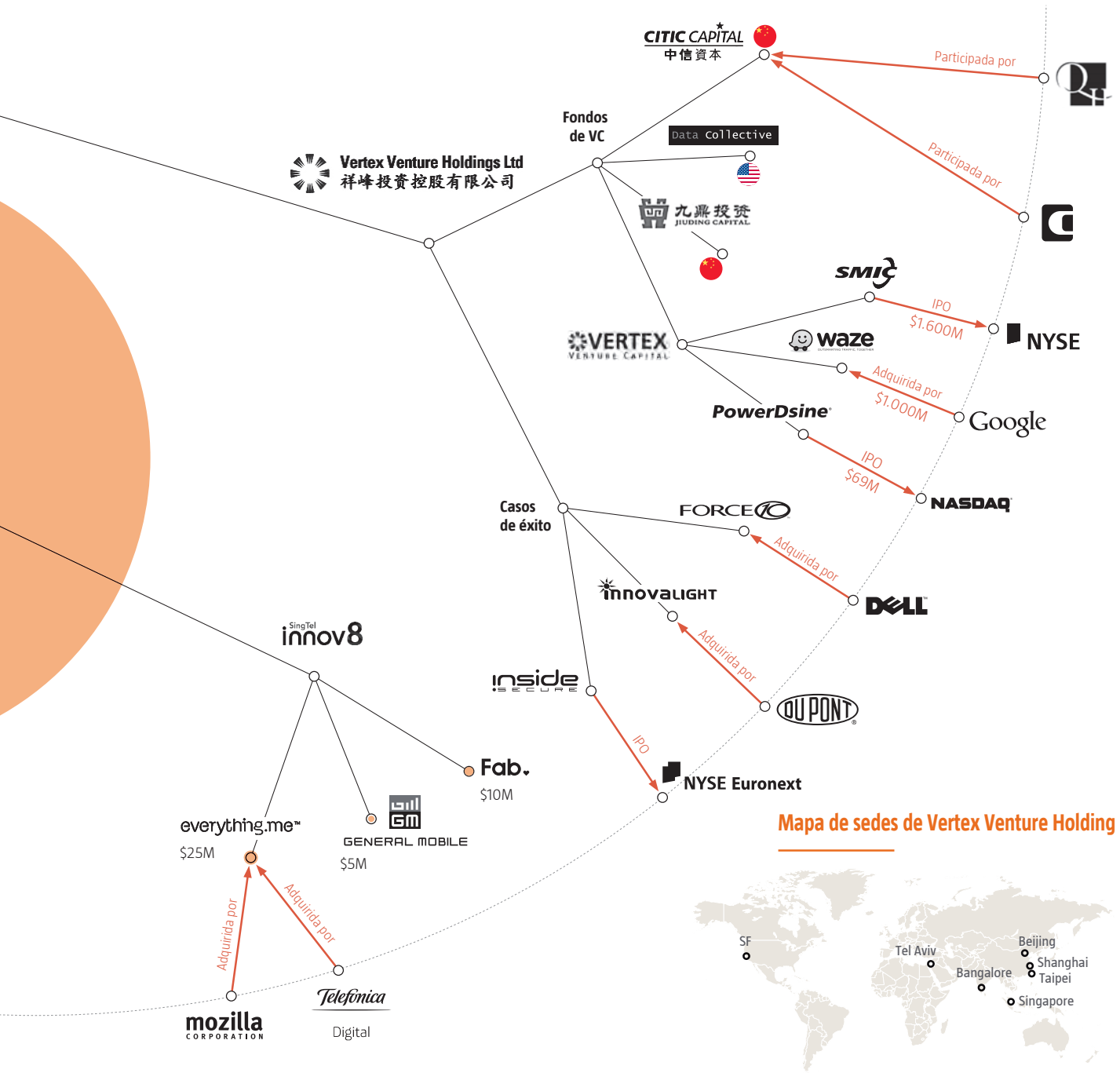
## 7. Fondos soberanos y nuevas tecnologías

### Infografía 3

El compromiso de Temasek con la innovación y las startups



## Ecosistema de fondos y startups



## 7. Fondos soberanos y nuevas tecnologías

En 2011, SingTel lanzó un brazo inversor de *venture capital* para potenciar adquisiciones tecnológicas: SingTel Innov8, con 200 millones de dólares de capacidad de inversión. En 2012 entró en la *startup* General Mobi, participada por la taiwanesa Mediatek. A finales del mismo año invirtió en la *startup* californiana Everything.me que desarrolla una innovadora plataforma html5, conjuntamente con Telefónica Ventures (el brazo de *venture capital* corporativo de Telefónica). En total, junto con Mozilla y otros fondos de *venture capital* como Draper Fisher Jurvetson (DFJ), BRM Group y Horizons Ventures, han invertido 25 millones de dólares en esta *startup* tecnológica. SingTel Innov8 ha sido particularmente activo y cuenta en 2013 con más de 25 participadas y 3 sedes corporativas: Singapur, San Francisco y Shanghai.

La apuesta de Temasek en el sector tecnológico no es anecdótica. El 22% de la cartera de inversiones de Temasek está en el sector de las telecomunicaciones, medios y tecnología. Posee un 32% de la operadora india Bharti Airtel y el 5% en Telekom Malaysia. Tiene inversiones en *startups* financieras (como la californiana SecondMarket, junto con Li Ka Shing Foundation)<sup>22</sup> y de marketing digital (en 2012 ha participado en la ronda de financiación de 30 millones de dólares en la *startup* americana Marin Software). También es inversor en la *startup* china Alibaba (participada al 40% por Yahoo!), en la que tiene invertidos más de 400 millones de dólares. En mayo de 2012 Alibaba recompró el 20% de la participación de Yahoo! en la compañía por un monto de 7.100 millones de dólares.

Temasek invierte en fondos de *venture capital*, en particular en Israel, participando en Giza *Venture capital* y en Vertex *Venture capital*<sup>23</sup>. También tiene un brazo inversor especializado en *venture capital*: Vertex *Venture Holdings* que invierte en mercados emergentes, en EEUU y en Asia<sup>24</sup>. Está invertido en más de 350 *startups* y en un total de 90 fondos VCs en EEUU, Europa, y Asia, con un capital total desplegado en esta actividad por encima de los 1.200 millones de dólares. La sede del grupo Vertex está en Singapur pero también tiene oficinas internacionales en Silicon Valley (EEUU), Beijing y Shanghai (China), Taipei (Taiwán), y Bangalore (India) —no tiene todavía en Europa o América Latina. En Europa, Vertex tiene por ahora muy pocas inversiones directas, una de ellas en un *startup* francesa de Aix en Provence, Inside Secure (en el pasado estuvo en 7 *startups* más, entre ellas tecnológicas como Gemplus y Genesys). Temasek participó además en fondos de *venture capital* del sector energético como el noruego Energy

Ventures dotado de 750 millones de dólares<sup>25</sup>, o el californiano Morgenthaler (inversor inicial en empresas icónicas como Apple)<sup>26</sup>.

En 2012, Temasek anunció que está buscando oportunidades para invertir en Europa. El fondo se interesa en particular por multinacionales y empresas con fuerte actividad en emergentes (Asia y América Latina). También busca formar alianzas estratégicas con operadores industriales que estudian operaciones de M&A o expansión como lo apuntó en junio del 2012 su estrategia Tan Chong Lee. El tamaño de las inversiones podría alcanzar los 1.000 millones de dólares en una sola operación. Tecnología, biotecnología, sanidad, están entre sus prioridades actuales. Las inversiones en EEUU y Europa representan actualmente menos de 8% de la cartera de Temasek. Europa se ha vuelto atractiva para los fondos soberanos asiáticos que ven valoraciones bajas, fuerte capacidad industrial y, en algunos casos, empresas con fuerte actividad en emergentes. Hemos hablado de Temasek, pero también otros fondos del sudeste asiático como el coreano KIC<sup>27</sup> (42.800 millones de dólares en activos bajo gestión a principios del 2012) o el malasio Khazanah (27.900 millones de dólares).

### China Investment Corporation (China)

El fondo soberano chino, China Investment Corporation (CIC), con más de 480.000 millones de dólares bajo gestión, firmó en 2010 un acuerdo estratégico con Intel. Es la primera vez que un fondo soberano realiza una operación de esta índole con una tecnológica. Ambas instituciones buscan invertir en empresas tecnológicas globalmente, a través del brazo de VC corporativo de Intel: Intel Capital. Previamente, en 2008, Intel ya creó un fondo de 500 millones de dólares para invertir en China (China Technology Fund II). En 2012, CIC invirtió en la *startup* Alibaba, confirmando su interés por los sectores tecnológicos.

CIC tiene el foco puesto en Europa. La crisis ha desplomado las valoraciones abriendo oportunidades de inversión. En 2012, el fondo de VC A Capital, con sede en Europa y China (Pekín, Bruselas, Hong Kong y Shanghai), levantó capital en China para invertir en empresas tecnológicas en Europa. El objetivo: levantar 500 millones de dólares para operaciones tecnológicas en Europa. En mayo de 2012 las autoridades belgas y chinas firmaron la creación del *Belgium-China Direct Equity Investment Fund*, conocido como el Mirror Fund (dotado inicialmente con 50 millones y con un objetivo total de 250 millones de euros), para invertir, también, en tecnológicas europeas. El acuerdo fue firmado entre CIC y la *Federal Holding and Investment Company* (SFPI/FPIM) del gobierno belga.

<sup>22</sup> Li Ka Shing, el dueño de Hutchinson Whampoa, ha multiplicando las inversiones en *startups* tecnológicas. En 2007 tomó una participación del 0,8% en Facebook por un monto de 120 millones de dólares (a esta inversión se sumaron otras, y su inversión total en Facebook alcanza ya los 450 millones). También invirtió en Skype antes de ser comprada por eBay y en Siri poco antes de ser comprada por Apple. Recientemente ha invertido en otras *startups* como Spotify y HZO. Su última inversión fue en diciembre de 2012 en la *startup* israelí Waze. El brazo inversor es Horizon Ventures, un fondo de VC con sede en Hong Kong y en Londres, con 150 millones de dólares de activos y una treintena de *startups* en cartera.

<sup>23</sup> Ver <http://www.vertexc.com/index.asp>

<sup>24</sup> Ver <http://www.vertexmtg.com/about.asp>

<sup>25</sup> Ver <http://www.energyventures.no/>

<sup>26</sup> Ver <http://www.morgenthaler.com/>

<sup>27</sup> Ver <http://www.kic.go.kr/en/index.jsp>



A Capital, en el pasado, facilitó el desembarco de la multinacional china Fosun en la empresa gala del sector turístico Club Med (en 2010, tomó una participación del 7,1%). A mediados del 2012 entró en el capital de la empresa tecnológica danesa Bang & Olufsen (B&O), junto con el distribuidor chino de productos de lujo Sparkle Roll. El socio y fundador de A Capital, Andre Loesekrug-Pietr, fue propuesto para el consejo de administración de B&O.

El afán tecnológico de los fondos soberanos chinos no se limita a Europa. Ya alcanza Palo Alto y Tel Aviv, los dos mayores hubs del mundo en términos de *startups* y tecnológicas. El fondo de VC West Summit Capital, participado por CIC, tiene oficina también en Silicon Valley (sus seis partners son chinos con nacionalidad americana). Tiene participaciones en *startups* americanas como, por ejemplo, YouMe, una plataforma de video streaming participada por fondos de VC como Accel, Khosla, Menlo, Intel Capital; la *startup* europea (italiana) Accent, nacida de un spinoff de ST Microelectronics; o la francesa Inside Secure, de seguridad electrónica (participada también por el fondo estratégico francés *Fonds Stratégique d'Investissement*<sup>28</sup>, y los brazos de VC de Motorola, Qualcomm, Samsung y Nokia).

En 2012, China dio un paso más. Creó la primera incubadora sino-americana, Innospring, en el corazón de Silicon Valley. En Santa Clara. Fundada por dos fondos de VC chinos (Northern Light *Venture capital* y GSR Ventures, con 1.000 millones de dólares de activos cada uno) a los que se unió el californiano KPCB. En total, sólo en 2011, los fondos de VC chinos entraron en el capital de 28 *startups* estadounidenses. De manera simétrica, en Shanghai y Guangzhou, se crearon varias incubadoras para facilitar el aterrizaje de *startups* americanas. Por su parte, el ex directivo de Google Kai-Fu Lee creó en 2009 una incubadora con 180 millones de dólares (Innovation Works) estrechamente vinculada al fondo californiano Sequoia y al ruso DST.

En 2011 la inversión directa en el extranjero de China totalizó 68.000 millones de dólares. La IED china en Europa fue de 10.500 millones (un 34% del total recibido por Europa en forma de IED). Por primera vez en la historia reciente, la inversión china en Europa superó a cualquier otra región, incluso la realizada en Asia (8.200 millones de dólares, 27% del total) y América del Norte (6.400 millones de dólares, 21% del total). Las operaciones abarcaron todos los sectores: infraestructuras (Inglaterra), electricidad (Portugal), maquinaria (Alemania), yates de lujo (Italia) o telecomunicaciones (Austria).

De hecho, la inversión china en Europa se triplicó en 2011. Un informe de la consultora americana Rhodium apunta a que estos niveles alcanzados en 2011 (más de 10.000 millones de dólares) podrían crecer mucho más en esta década y alcanzar entre 250 y 500.000

<sup>28</sup> En 2012 este fondo estratégico participó en la ronda de financiación de Viadeo, el LinkedIn francés, con fuerte presencia y expansión en Francia y en China. Con 24 millones de euros levantados, es una de las mayores operaciones de este tipo realizadas en los últimos años por una *startup* europea.

millones de inversiones en Europa. En 2012, el fondo CIC ingresó capacidad adicional de inversión por 200.000 millones de dólares. En 2012, CIC entró en el capital de la británica Thames Water (8,7%), la primera inversión realizada hasta la fecha en Inglaterra.

En España y en Francia CIC tiene actividades a través de la multinacional española Abertis. En junio del 2012, la empresa española le vendió un 7% del operador de satélites francés Eutelsat por un monto de 385 millones de euros. A principios del 2012, con la venta de la participación de Telefónica a Abertis, la constructora pasó a ser propietaria de cerca del 47% de Hispasat, una firma de la que el Estado español es propietaria en un 25,7%. Con la entrada de CIC en Eutelsat, el fondo chino está ahora presente indirectamente en Hispasat: Eutelsat es uno de los mayores accionistas con 23% del capital.

Además de Europa, CIC continúa la apuesta ya indicada por los activos tecnológicos: en 2012 invirtió 2.000 millones de dólares en Alibaba, que permitió a la *startup* de comercio electrónico recomprar acciones en manos de Yahoo! (que aún mantiene más del 20% del capital de la compañía). También tiene pequeñas participaciones en otras tecnológicas como RIM, con una inversión de 1.000 millones de dólares. Como remarcamos al inicio de esta sección, CIC e Intel Capital anunciaron un acuerdo muy relevante para invertir conjuntamente en activos tecnológicos fuera de China. Hasta la fecha Intel Capital tiene invertidos casi 10.000 millones de dólares en más de 1.100 empresas tecnológicas en 50 países (100 de ellas en China). En 2011, Intel Capital siguió apostando por China, que se convirtió en el segundo país del mundo por inversiones recibidas del fondo corporativo de VC (90 millones de dólares).

### Mubadala (Emiratos Árabes Unidos)

Otro de los inversores estratégicos más activos ha sido Mubadala, el fondo árabe de Abu Dhabi. Este fondo realiza apuestas financieras e industriales. Busca en primer lugar un rendimiento financiero, pero éste no es su objetivo único y final: siempre hay una dimensión estratégica en sus inversiones.

Mubadala busca realizar inversiones en Europa y en América Latina. Tiene interés por los clusters de sanidad y de nuevas energías. En el ámbito sanitario, ha invertido y concretado acuerdos con el Imperial College Diabetes Centre en 2012. Para potenciar esta área tiene una filial específica, Mubadala Healthcare. Tiene inversiones en activos de alta tecnología como AMD y GE y se interesa fuertemente por el área de nuevas tecnologías y telecomunicaciones: Mubadala quiere transformar Abu Dhabi en un cluster TIC a nivel regional y mundial (tiene participación en Etisalat Nigeria, Prodea Systems, EMI...). También está apostando por joint-ventures (JV) con entidades tecnológicas. Es el caso de la americana HP con la que posee conjuntamente la tecnológica Injazat Data Systems.

## 7. Fondos soberanos y nuevas tecnologías

Tabla 2

### Principales Participaciones Industriales de Mubadala

| Entidad   | Sector   | Capital (%) |
|---|--|-------------|
| EBX Group   | Diversified Metals and Mining                  | 5.63        |
| Emirates Aluminum Company Limited                                   | Aluminum                                       | 50          |
| General Electric Company  | Industrial Conglomerates                       | 76          |
| Guinea Alumina Corporation Limited                                  | Aluminum                                       | 8.33        |
| Petrofac Emirates L.L.C   | Construction and Engineering                   | 51          |
| SMN Power Holding SAOG  | Independent Power Producers and Energy Traders | 38.88       |
| Spyker N.V.   | Automobile Manufacturers                       | 17          |
| Vagaru Holdings Pvt. Ltd.   | Construction and Engineering                   | 63          |
| Dolphin Energy Limited  | Oil and Gas Exploration and Production         | 51          |
| Joint Stock Company KazMunayGas National Company, Caspian "N" Block | Oil and Gas Exploration and Production         | 25          |
| Liwa Energy Limited   | Oil and Gas Exploration and Production         | 100         |
| Pearl Energy Limited  | Oil and Gas Exploration and Production         | 100         |
| Production Services Network Emirates LLC                            | Oil and Gas Equipment and Services             | 51          |
| E-ON-Masdar Integrated Carbon                                       | Renewables                                     | 50          |
| London Array  | Renewables                                     | 20          |
| Torresol Energy   | Renewables                                     | 40          |
| Shams 1*  | Renewables                                     | 60          |

\* El 20% de esta joint-venture está en manos de Abengoa Solar.

Fuente: ESADEgoe, 2013, con datos de Mubadala, 2013.

Mubadala invirtió, en 2012, 2.000 millones de dólares en el grupo brasileño EBX (5,6%) confirmando su apetito por activos latinoamericanos. España no es desconocida para Mubadala: tiene JVs con Abengoa, Indra y Sener<sup>29</sup>. Además de los sectores tecnológicos y de telecomunicaciones se interesa por el cluster de sanidad y por el de nuevas energías (a través de Masdar y Masdar VC). Sus inversiones en estos ámbitos reflejan claramente la doble búsqueda de rendimientos financieros y alianzas estratégicas, que permitan al Emirato adquirir el expertise en sectores alejados del acceso al fácil –pero caduco– oro negro. Masdar Capital maneja 540 millones de dólares de inversiones.

Masdar *Venture capital* opera dos fondos. El segundo, levantado en 2010, con Masdar y Deutsche Bank como socios principales<sup>30</sup>; como limited partners cuenta con Siemens, GE, e instituciones japonesas como JBIC y el Development Bank of Japan. En 2011, invirtió en una tecnológica de California (eCullet), liderando una ronda de 38 millones de dólares, y en 2012 en la *startup* también americana FRX Polymers, liderando una ronda de 26,7 millones (junto con BASF Ventures Capital)<sup>31</sup>.

<sup>29</sup> Sener y Masdar crearon Torresol Energy, una JV detenida a 60% por Sener y 40% por Masdar. Ver <http://www.torresolenergy.com/TORRESOL/home/en>

<sup>30</sup> Ver <http://www.slideshare.net/dqgonline/dqg-asq-excellence-the-future-of-business-mar-1214-2011-dubai>

<sup>31</sup> Ver la cartera completa de Masdar: [http://www.eib.org/attachments/general/events/8th\\_conference\\_femip\\_wouters.pdf](http://www.eib.org/attachments/general/events/8th_conference_femip_wouters.pdf)

Tabla 3

## Principales Participaciones Tecnológicas Mubadala

| Entidad   | Sector                                  | Capital (%) |
|---|---|-------------|
| Abu Dhabi Aircraft Technologies LLC                 | Aerospace and Defense                   | 100         |
| Abu Dhabi Ship Building PJSC                        | Aerospace and Defense                   | 40          |
| Advanced Micro Devices, Inc.                        | Semiconductors                          | 19          |
| Al Wathba Marionnet L.L.C.                          | Biotechnology                           | 10          |
| Al Yah Satellite Communications Company             | Information & Communications Technology | 100         |
| Bayanat   | Information & Communications Technology | 100         |
| Du-Emirates Integrated Communications               | Information & Communications Technology | 20          |
| Emerging Markets Telecommunication Services Limited | Information & Communications Technology | 30          |
| Etisalat Nigeria                                    | Information & Communications Technology | 30          |
| Injazat Data Systems LLC                            | IT Consulting and Other Services        | 60          |
| Piaggio Aero Industries S.p.A.                      | Aerospace and Defense                   | 31.5        |
| SR Technics Switzerland AG                          | Application Software                    | 70          |
| Intermolecular                                      | Semiconductors                          | 3.7         |
| Globalfoundries                                     | Semiconductors                          | 100         |
| Caxelda   | Semiconductors                          | 19          |

Fuente: ESADEgeo, 2013, con datos de Mubadala, 2013.

En 2008, Mubadala ayudó también a asentar las bases de la Advanced Technology Investment Company (ATIC), como instrumento para entrar en el mercado de los semiconductores, muy intensiva en conocimiento y altamente integrada en la industria global más competitiva. Ambos segmentos son un objetivo en los cuales busca posicionarse Emiratos Árabes Unidos y, en particular, Abu Dhabi. Con esta estrategia en mente, ATIC firmó un acuerdo estratégico con la multinacional tecnológica americana AMD para crear una nueva planta industrial de semiconductores, más allá de la de Dresden en Alemania. La nueva compañía creada se llama GlobalFoundries. En 2009, ATIC siguió con su estrategia de consolidarse como jugador en este mercado y compró la empresa de Singapur Chartered Semiconductor para integrarla y construir así el primer líder mundial integrado del mercado de semiconductores. En 2012, ATIC adquirió el 100% del control de GlobalFoundries, recomprando la parte aún en manos de AMD. También en 2012, ATIC (GlobalFoundries) abrió una nueva fábrica en Nueva York con más de 1.300 empleados. Hasta la fecha, se trata de la planta industrial de semiconductores más avanzada del mundo <sup>32</sup>.

El interés de los fondos emiratíes por el sector tecnológico no se limita a Mubadala. ADIA <sup>33</sup>, el gran fondo de los Emiratos, está aumentando de manera progresiva sus inversiones en activos alternativos (incluyendo real estate, tal como lo demuestra el fichaje en 2012 de Pascal Duhamel, un ex HEC francés, procedente de Morgan Stanley, para liderar esta área). En el ámbito de las nuevas tecnologías destacan las inversiones en fondos de *venture capital*, en particular.

Así, según los datos de Preqin, ADIA invirtió en 2007 en un fondo VC energético, el Shell Tehnology Ventures Fund. También tiene inversiones en el fondo de VC americano New Ventures Fund, creado en 1997 como Lucent/Bell Labs New Ventures Group y transformado en 2001 en un fondo de VC independiente. New Ventures Fund se dedica (modelo original) a fomentar *spinoffs* de corporaciones tecnológicas que no siempre utilizan las patentes o tecnologías para sus negocios tradicionales (este fondo cuenta entre sus socios corporativos a BT o Philips) <sup>34</sup>. En total crearon unas 50 *spinoffs* procedentes de empresas como Lucent/Bell Labs, British Telecom, Philips, Agere, Boeing, Intel, o Telstra. En 2006, New Ventures Fund levantó un nuevo fondo de 300 millones de dólares, en el que participó ADIA.

<sup>32</sup> Ver sobre este caso <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=3163>

<sup>33</sup> Ver <http://www.adia.ae/En/About/About.aspx>

<sup>34</sup> Ver <http://www.nvpllc.com/>

## 7. Fondos soberanos y nuevas tecnologías

### Qatar Holding (Catar)

Qatar Holding, parte de Qatar Investment Authority, también está potenciando sus inversiones industriales; también en Europa. En 2012 invirtió, por ejemplo, en la francesa Vivendi (posee un 2%).

Qatar Holding ha sido el fondo soberano más activo en España. Con sus participaciones en 2011 en Iberdrola y Santander muestra, por un lado, que sus objetivos reflejan métricas financieras pero también industriales y, por el otro, que América Latina está en el punto de mira. Es el tercer inversor más importante en Iberdrola (más del 8%, por un monto de 1.900 millones de euros). Con una inversión de 2.700 millones de dólares en Santander Brasil (5%) se ha convertido también en una de los mayores socios del banco español. También posee 10% de Hotchief, un activo alemán en manos de la española ACS. Ha invertido en Portugal, tomando un 2% de Energías de Portugal en 2011 (160 millones de euros). Qatar Holding es probablemente, del grupo de fondos estratégicos, el más abierto a operaciones en/con empresas españolas, siempre que haya una dimensión estratégica.

Siguiendo esta misma lógica, la Qatar Foundation<sup>35</sup>, el otro gran vehículo de inversión del emirato catari y principal patrocinador del F.C Barcelona, ha adquirido recientemente por valor de 1.260 millones de dólares una participación próxima al 5% de Bharti Airtel Ltd, primer operador de telefonía móvil de la India y cuarta mayor compañía de telecomunicaciones del mundo por suscriptores. Con esta inversión, la fundación controlada por la segunda esposa del emir de Catar, Sheikha Mozah, hace su entrada en el atractivo mercado asiático de las telecomunicaciones y se posiciona estratégicamente en el continente africano, en donde Bharti Airtel tiene una fuerte presencia en más de 15 países.

Tabla 4

#### Participaciones Industriales Qatar Holding

| Entidad    | Capital (%) |
|------------|-------------|
| Hochtief   | 10%         |
| Iberdrola  | 8,4%        |
| Volkswagen | 17%         |

Fuente: Qatar Holding, 2013

Catar, vía Qatar Investment Authority (QIA), también está activamente presente en varias apuestas tecnológicas realizadas a

<sup>35</sup> Ver <http://www.qf.org.qa/>

través de fondos de *venture capital* y *private equity*. Habitualmente, invierte en fondos de más de 500 millones de dólares tomando participaciones por debajo del 5%. Para inversiones de tamaño más pequeño utiliza la Qatar Foundation. Catar invierte, en particular, en tecnologías verdes, como el UK-Qatar Clean Technological Investment Fund dotado de unos 400 millones de dólares. También sigue apostando fuertemente por los mercados emergentes como lo muestra la creación a finales del 2012, con Credit Suisse (banco que posee QIA en un 6% y al que recientemente ha comprado su sede londinense), de la gestora Aventure Capital Management, orientada a invertir en Medio Oriente, Turquía y demás mercados frontera.

Tabla 5

#### Participaciones TIC Qatar Holding

| Entidad   | Capital (%) |
|-----------|-------------|
| Lagardère | 13%         |
| Qtel      | 51.60%      |
| Turkuvaz  | 25%         |

Fuente: Qatar Holding, 2013

### Los fondos soberanos: ¿socios potenciales para tecnológicas europeas y/o españolas?

El interés de los fondos soberanos o entidades asimilables por las nuevas tecnologías también abarca otros estados de países emergentes.

A mediados del 2012, el ruso Rusnano Capital, creó un fondo especializado en nanotecnologías, de la mano de I2BF Global Ventures, fondo internacional especializado en este sector, con sede en Nueva York y con oficinas en Londres, Moscú y Dubai. El fondo levantado alcanza los 150 millones de dólares. Rusnano Capital fue creado en 2010 con el objetivo de potenciar las nuevas tecnologías y tiene un total de 1.000 millones de dólares de activos. En total maneja 5 fondos focalizados en sectores como el médico-farmacéutico, energías renovables, o el desarrollo de nuevos productos y nanotecnología.

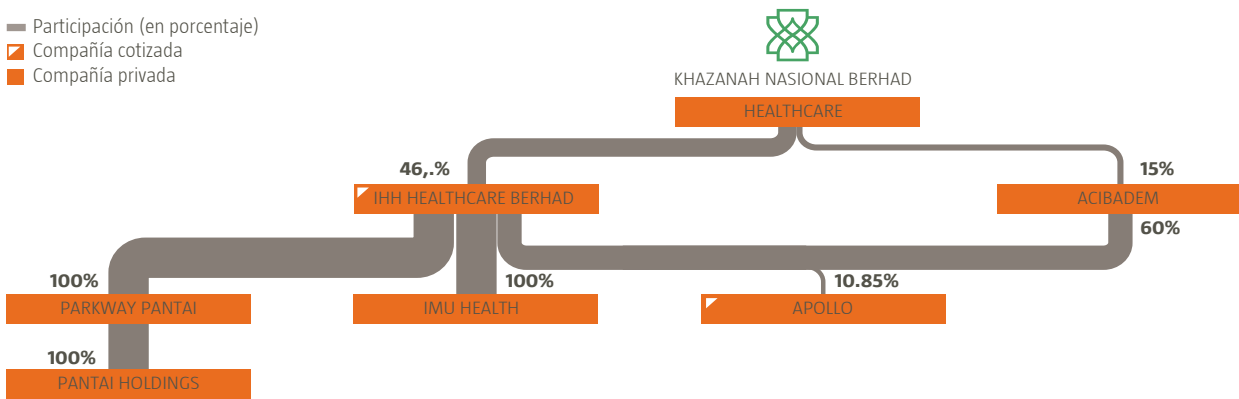
En los países OCDE algunos fondos soberanos también han mostrado interés por participaciones en empresas tecnológicas. El caso más destacado es el del fondo soberano francés, FSI (*Fonds Stratégique d'Investissement*), fundado en 2006. Desde su creación ha invertido en más de 1.500 empresas un monto total superior a 4.000 millones de euros<sup>36</sup>.

<sup>36</sup> Ver <http://www.france-investissement.fr/>

## Infografía 4

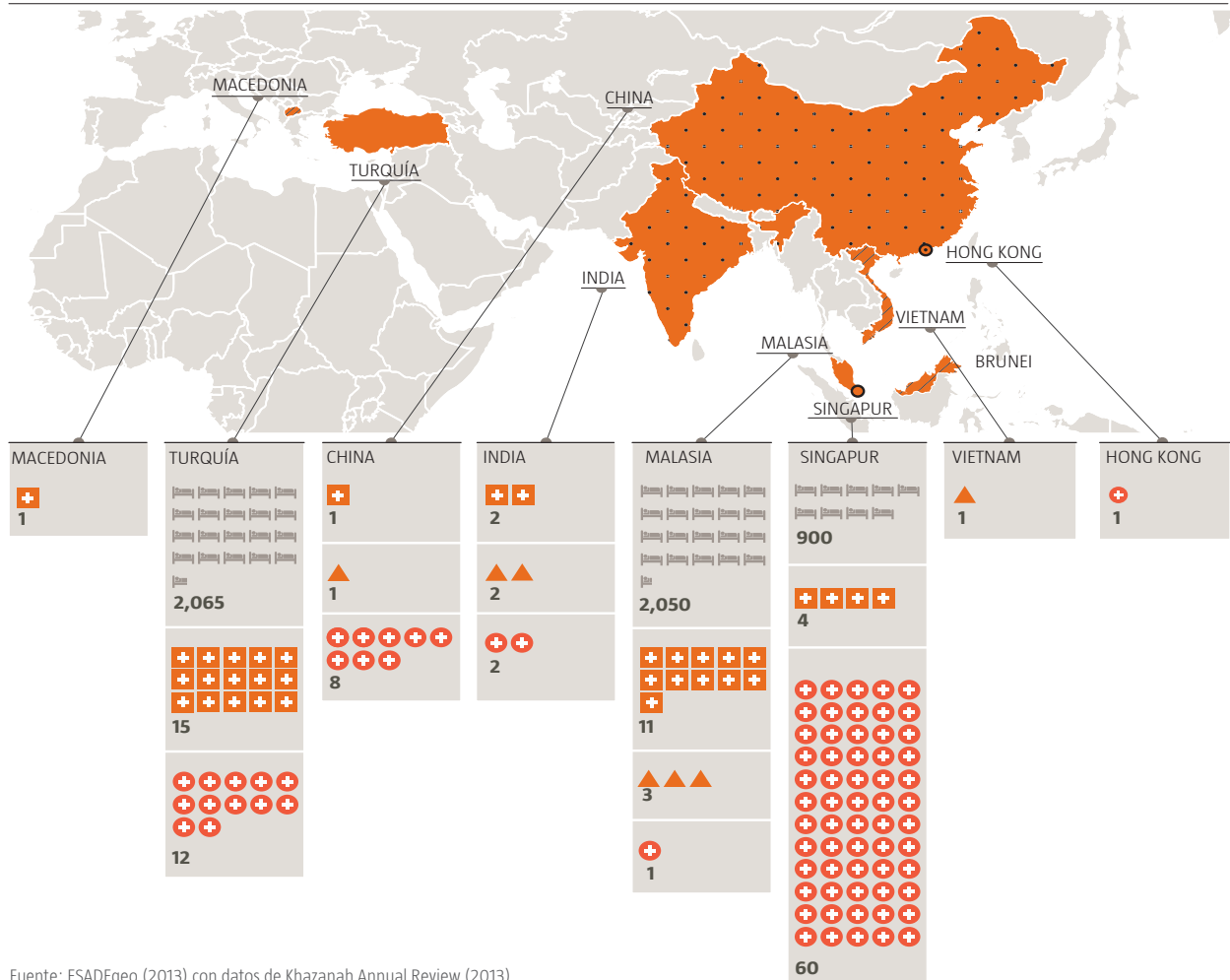
### El holding sanitario de Khazanah

- Participación (en porcentaje)
- ☑ Compañía cotizada
- Compañía privada



### IHH Healthcare Berhad

- Mercados domésticos
- Mercados clave
- Otros mercados internacionales
- ☏ Camas (100)
- ☑ Hospitales
- ▲ Hospitales/clínicas en desarrollo
- ⊕ Clínica



Fuente: ESADEgeo (2013) con datos de Khazanah Annual Review (2013).

## 7. Fondos soberanos y nuevas tecnologías

En 2013, este fondo, junto con la multinacional del sector nuclear Areva, y Alstom, crearon un fondo estratégico de casi 125 millones de euros para invertir en empresas medianas y pequeñas del sector. En 2012, FSI participó también en la ronda de la *startup* Viadeo, una red social competidora de LinkedIn, con una aportación de 10 millones de euros de un total de 24 millones. La matriz del FSI, la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) –comparable al ICO español– tiene en total participaciones por más de 2.500 millones de euros en empresas digitales y de telecomunicaciones (incluido Orange / France Telecom). El FSI está presente en las redes (TDF, Eutelsat), los componentes electrónicos (Soitec, Gemalto, 3S Photonics, Inside Contactless), la industria del hardware y del software (Bull, Avanquest, Cylande, Qosmos) e incluso en empresas de blogs o de video internet como Dailymotion.

El FSI también participa en rondas de financiación de fondos de VC, como por ejemplo el de Ventech, levantado en el 2012 (75 millones de euros en total); el de Sofinnova Partners que cerró su fondo también en 2012 con un monto total de 240 millones de euros; y el de Elaia Partners que cerró con un monto total de 45 millones de euros para invertir en *startups*. En total, la matriz del FSI, CDC Entreprises participa en cerca de 260 fondos de capital riesgo, irrigando casi la totalidad de la industria gala. En 2012 el gobierno francés, vía la CDC, amplió el Fonds national d'amorçage (FNA) hasta 600 millones de euros para invertir en fondos de capital riesgo tecnológico.

Más allá de estos casos europeos, varios fondos soberanos podrían ser socios potenciales de tecnológicas europeas y españolas. Aquí podríamos esbozar un mapa de algunos potenciales actores, a título de ilustración, en búsqueda de oportunidades en estos sectores, y en particular interesados en Europa.

Khazanah (Malasia), dueño de la operadora de telecomunicaciones Axiata, tiene previsto abrir en 2013 una oficina en Europa para explorar operaciones tecnológicas en el continente. Khazanah podría ser un socio para proyectos de e-health en toda Europa y/o operaciones OPAs en los sectores de las nuevas tecnologías, telecomunicaciones y sanidad. En 2012, aumentó sus activos un llamativo 24% tras la salida a bolsa de IHH Healthcare Bhd. realizada en mayo por más de 2.000 millones de dólares; en enero adquirió el turco Acibadem Healthcare Group por 1.700 millones de dólares. Gestiona en la actualidad más de 27.900 millones de dólares.

Mubadala (Emiratos) busca activamente potenciar un cluster de sanidad (e-health) y asentar bases con socios europeos para potenciar nichos como el de smart cities; M2M y smart grids están en su radar de inversiones. Mubadala podría ser un socio para

proyectos M2M, smart cities/smart grids en Europa. Tiene cerca de 56.000 millones de activos bajo gestión.

CIC (China) tiene la mirada puesta en Europa y ya realizó en el pasado una alianza estratégica con Intel Capital para inversiones en *startups* a nivel global. En mayo de 2012 entró en el capital de la tecnológica Alibaba (participada por Yahoo! en un 23%). En junio del 2012, CIC compró la participación de Abertis en Eutelsat (en parte dueños de Hispasat) por 385 millones de euros. Tiene más de 480.000 millones de dólares bajo gestión y el objetivo de colocar 50.000 millones en Europa.

Temasek (Singapur) es el principal accionista de SingTel y está multiplicando las operaciones en *startups* digitales, operadores tecnológicos e infraestructuras de telecomunicaciones. Europa y América Latina están en su radar de oportunidades. En 2007, lideró una inversión de 1.000 millones de dólares en Bharti Infratel, el operador de torres de telecomunicaciones de Bharti <sup>37</sup>. A mediados del 2012 su estrategia declaró que Europa era un área de inversión prioritaria de cara a futuro. Podría invertir en proyectos industriales hasta 1.000 millones de dólares por operación. Tiene casi 200.000 millones de dólares bajo gestión. Se podría interesar por un grupo con activos también en Europa y América Latina. Tiene oficinas en Londres (centradas en operaciones europeas) y en México y en Sao Paulo (desde donde analiza América Latina).

A estos fondos se suman otros que están valorando inversiones en operadores industriales o conjuntamente para operaciones de M&A y expansión. Es el caso del fondo coreano KIC (42.800 millones de dólares) o del fondo árabe Aabar Investments (10.000 millones de dólares de activos) que posee más del 9% de Daimler y ya ha invertido en el pasado en España (en Santander). Es el caso también de Mumtalatak (8.800 millones de dólares), el fondo soberano de Bahrein (cuyo responsable de *private equity* es un hispanoamericano, el argentino Pablo Fetter) que cuenta con participaciones en Batelco, el operador nacional de telecomunicaciones con presencia en países árabes y africanos. El fondo de Kuwait, KIA <sup>38</sup>, entró en el sector de la energía nuclear, tomando en 2010 un 4,8% de la francesa Areva y en el sector de alta gama y tecnología de automóvil con la entrada en el alemán Daimler tomando un 6,9% de la empresa, según los datos de Preqin. KIA también ha invertido a través de *venture capital* en el capital de fondos como ICICI Venture <sup>39</sup>, filial del banco indio ICICI.

<sup>37</sup> Temasek ha invertido 500 millones de dólares en Bharti Infratel, con 30.000 torres de telecomunicaciones. Temasek sigue en el consejo de administración de Bharti Infratel.

<sup>38</sup> Ver <http://www.kia.gov.kw/En/Pages/default.aspx>

<sup>39</sup> Ver <http://www.iciciventure.com/>

## Conclusiones

Los fondos soberanos han dejado de mirar, exclusivamente, activos vinculados a los sectores de materias primas o los servicios financieros, como hicieron en el pasado. Están invirtiendo, como queda reflejado en este capítulo (y en otros del presente informe) en activos “alternativos”, más allá de la renta fija o renta variable, sino también cada vez más en “real estate”, infraestructuras, *private equity* e incluso en *startups* tecnológicas, como hemos visto. Sólo los fondos soberanos más sofisticados son capaces de llevar a cabo estas complejas inversiones. En África, por ejemplo, donde el fenómeno de los fondos soberanos conoce un boom sin precedentes con cerca de 20 fondos creados o en creación en 20 países del continente, todavía siguen volcados en activos de renta fija o variable, muy pegados a bonos del Estado o “blue chips”, algunos europeos, como en el caso de los fondos de Angola o de Libia.

El apetito por parte de los fondos soberanos por inversiones estratégicas e industriales viene de Medio Oriente y Asia, donde los fondos más sofisticados buscan ya el valor añadido, construyen centros de investigación y desarrollan campeones industriales. Y lo hacen en sectores como el aeroespaciales, las telecomunicaciones o en otras industrias punteras. Además, estos fondos buscan, cada vez más, la inversión directa. De este modo, evitan intermediarios y reducen los riesgos operativos, por estar vinculados de modo directo al socio estratégico industrial. Los acuerdos llevados a cabo por Mubadala con multinacionales americanas como GE o HP son emblemáticos desde este punto de vista, al igual que con las europeas EADS, Sener o Indra. La voluntad de seguir construyendo posiciones en sectores tecnológicos fue ratificada a finales del 2012 cuando aumentó su participación en el capital de la tecnológica americana AMD (Advanced Micro Devices); convirtiéndose, con el 19% del capital, en el principal accionista de la empresa californiana. Algunas operaciones no se llevaron a cabo (como, por ejemplo, la compra del 71% del fabricante español de componentes y estructuras aeronáuticas Aernnova que se interrumpió a mediados de 2012<sup>40</sup>). Todas estas operaciones muestran el interés creciente por activos tecnológicos e industriales punteros, en particular en los países OCDE, ya sea en EEUU o en Europa.

Es también importante recalcar el apetito inversor por parte de algunos países emergentes como China, en particular, en el corazón industrial y tecnológico de Europa: Alemania. Así, en 2011, China superó a EEUU como el primer inversor industrial en Alemania con un total de 158 proyectos industriales (20% del total) por delante de

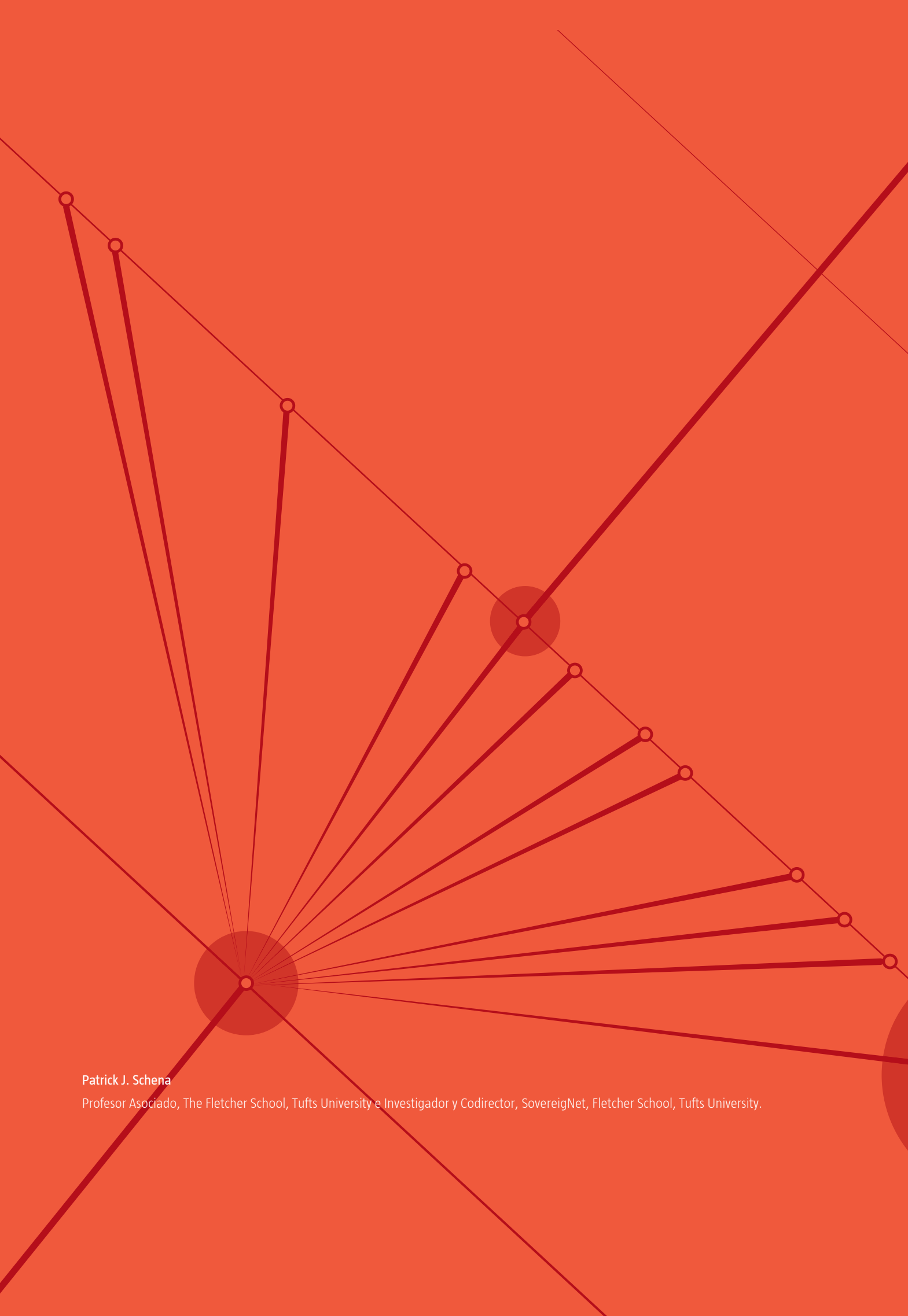
los 110 de Estados Unidos. Empresas medianas, el corazón industrial alemán, como Kiekert, Putzmeister o el fabricante alemán de PCs Medion, cayeron una tras otra bajo el control de empresas chinas. Algunas de las mayores operaciones en Europa se hicieron más al norte, en Suecia, con la compra por parte de la china Geely del constructor sueco Volvo en 2010 por más de 1.800 millones de dólares<sup>41</sup>.

¿Qué oportunidades conlleva para España este creciente interés de los fondos soberanos por sectores más punteros? Habría 3 tipos de oportunidades. La primera es puramente financiera. Los fondos soberanos más pasivos como el de Noruega pueden encontrar activos donde invertir en empresas tecnológicas punteras como Telefónica, Amadeus, o Indra, e incluso en sectores industriales también intensivos en innovación y nuevas tecnologías o energías como Iberdrola, Acciona o Abengoa. También, y es la segunda oportunidad, pueden buscar alianzas más estratégicas e industriales, al igual que ya lo han hecho con Iberdrola, Indra o Sener. Por último también cabe resaltar que España podría capitalizar el hecho de que hospeda durante casi toda la década 2010-2020, el World Mobile Congress, el mayor evento de la industria digital y de las telecomunicaciones. ¿Por qué no imaginar un Foro de Innovación bajo este paraguas, que reúna fondos soberanos e industrias digitales, tecnológicas y de telecomunicaciones?

España asentaría así una marca, un posicionamiento, centrado en innovación, tecnología. Esta nueva posición permitiría la interacción de actores industriales y actores financieros, de largo plazo, en búsqueda de oportunidades. Además, podría ser la punta de lanza en Europa de algunos fondos estratégicos como Khazanah o Mubadala que hoy por hoy no tienen sedes europeas y que podrían establecerse en Madrid o Barcelona (idea que ya resaltamos en el primer informe). Todo ello nos prepararía hacia lo que sin duda será el futuro: el auge no sólo de estos fondos soberanos, en búsqueda de inversiones financieras y estratégicas, sino también su afán cada vez mayor de encontrar nichos y empresas tecnológicas donde invertir y a partir de las cuales construir cadenas de valor en sus países de origen. Países que, en menos tiempo del que parece, serán mercados de destino para muchas tecnológicas europeas y españolas, en particular, si no lo son ya...

<sup>40</sup> El grupo vasco Aernnova, la antigua Gamesa Aeronáutica, cuenta con más de 4.000 empleados con cerca de 18 plantas y centros de ingeniería repartidos por varias comunidades españolas, Estados Unidos, México, Rumanía e India. Su facturación ronda los 450 millones de euros anuales. El precio pedido por el 71% del grupo era superior a los 500 millones de euros, monto que Mubadala consideró demasiado elevado.

<sup>41</sup> Sobre el auge de las inversiones chinas en Europa (y en España incluido) ver el trabajo de Ivana Casaburi y Adrián Blanco Estévez, “China-Europa-España: El despertar de la inversión de empresas chinas en Europa y España”, ESADEge Position Paper, 29, Enero 2013.



Patrick J. Schena

Profesor Asociado, The Fletcher School, Tufts University e Investigador y Codirector, SovereigNet, Fletcher School, Tufts University.



# La financiación de la expansión de la energía global: El papel de la inversión de fondos soberanos como capital privado estratégico



## 8. La financiación de la expansión de la energía global: El papel de la inversión de fondos soberanos como capital privado estratégico

### 8. LA FINANCIACIÓN DE LA EXPANSIÓN DE LA ENERGÍA GLOBAL: EL PAPEL DE LA INVERSIÓN DE FONDOS SOBERANOS COMO CAPITAL PRIVADO ESTRATÉGICO <sup>1</sup>

#### Introducción

Se mire por donde se mire, el papel del sector energético en cualquier economía tiene implicaciones estratégicas tanto para el desarrollo económico como para la seguridad nacional. Los países que son naciones predominantemente consumidoras de energía emergentes o que se convierten rápidamente en ellas luchan para sostener el crecimiento económico, al tiempo que aseguran un acceso adecuado a las fuentes de energía futuras. En muchos de estos países, el sector energético está controlado o dominado por empresas de propiedad estatal o vinculadas al gobierno, lo que aumenta la complejidad del abastecimiento estratégico. Los países que han sido productores de energía durante mucho tiempo, en particular los de la región del Golfo Pérsico, se enfrentan a una serie de desafíos estratégicos diferentes. Para ellos, los ingresos procedentes de la energía han sido un factor importante y fundamental para las finanzas públicas <sup>2</sup>. Sin embargo, debido a que su crecimiento a largo plazo está vinculado al agotamiento de los activos inmobiliarios, han tratado en primer lugar de transformar su riqueza energética en activos financieros de despliegue, y a continuación diversificar sus economías para apoyar la sostenibilidad multisectorial a largo plazo. En este aspecto, los gobiernos también son los actores clave en esta transición estratégica, al controlar los activos inmobiliarios, productivos y financieros a través de entidades soberanas o vinculadas al gobierno.

Las consecuencias estratégicas asociadas tanto a la producción como al consumo de energía se han acentuado en los últimos años conforme el mundo iba experimentando una revolución silenciosa en el abastecimiento de energía. Los avances tecnológicos han facilitado el acceso a fuentes “no convencionales” tanto de petróleo como de gas, aun cuando las energías renovables se hacen más viables económicamente. Estos desarrollos tienen el potencial de modificar significativamente la estructura de la oferta y la demanda mundiales de energía y de este modo, la economía que impulsa, en parte, la seguridad energética. Este cambio promete ser especialmente impactante en el caso de los EE.UU., donde los aumentos drásticos en la producción de petróleo de esquisto bituminoso y gas ya han reducido las importaciones y aumentan aún más la diversidad energética, al mismo tiempo que convierten incluso a los EE.UU. en un exportador neto potencial en el futuro. En términos más generales, las implicaciones macroeconómicas de fuentes no convencionales, en particular para las economías consumidoras,

tendrán un impacto mundial, a medida que la combinación de la tecnología transferible y la roca madre distribuida aumenten la posibilidad de que otras economías tengan la oportunidad de reducir su dependencia de la energía importada a lo largo del tiempo <sup>3</sup>.

Las estimaciones prospectivas para inversiones futuras con el fin de desarrollar el sector energético mundial varían ampliamente, pero en general son coherentes con respecto al gran tamaño de la escala global. Ya sea el McKinsey Global Institute, que estima que el componente de la potencia de la inversión en infraestructura mundial acumulada ronda los 10 billones de dólares para el año 2030, o la Agencia Internacional de la Energía <sup>4</sup>, que estima la inversión en prospección de petróleo y gas acumulada en 15 billones de dólares en 2035 <sup>5</sup>, la escala de las inversiones futuras en energía supera con mucho la capacidad de financiación del sector privado por sí solo. Más bien la inversión global en energía requiere necesariamente el compromiso activo del estado para facilitar la escalabilidad, garantizar el acceso geoestratégico, trascender los horizontes de los inversores y mitigar el riesgo geopolítico.

Dado el carácter transitorio del abastecimiento de energía global y el estrecho vínculo entre el uso de la energía y el desarrollo económico, la rentabilidad a largo plazo de la inversión a través de los componentes clave del sector (fuentes no convencionales, energías renovables, servicios ascendentes y descendentes) resulta atractiva para los inversores institucionales que tengan previsto ampliar el uso de la energía, junto con el crecimiento sostenible de las economías emergentes y fronterizas. El estudio anual más reciente de Bain & Company sobre capital privado (así traducimos “private equity”) mundial <sup>6</sup> informa de que el sector energético se ha convertido en un “imán” para el capital privado, tal y como demuestra el crecimiento de nuevos fondos enfocados al sector y el volumen tanto de fusiones o adquisiciones como de la nueva inversión directa. Mientras que antes de 2009 la mayor parte de la nueva inversión en energía se concentraba en el subsector de la electricidad y los servicios públicos, desde entonces las energías renovables y otros componentes de la cadena de valor del petróleo y del gas, incluidos los equipos y servicios petroleros, han atraído importantes inversiones directas. Bain espera que esta tendencia continúe, impulsada en parte por el capital mundial anual y los gastos operativos dentro de la industria de más de 1 billón de dólares. Chia Song Hwee, Codirectora de Gestión de la Cartera de Temasek, que ve la energía y los recursos como un “segmento de

<sup>3</sup> Lisa Hyland, et al, “Realizing the Potential of U.S. Unconventional Natural Gas” (“Percepción del potencial del gas natural no convencional de los EE.UU.”), Centro de Estudios Estratégicos e Internacionales, 30 de abril de 2013, pág. 4.

<sup>4</sup> Véase McKinsey Global Institute, “Infrastructure Productivity: How to Save \$1 Trillion a Year” (“Productividad de la infraestructura: cómo ahorrar un billón de dólares al año”), enero de 2013

<sup>5</sup> Véase Agencia Internacional de la Energía, “World Energy Outlook 2012 Executive Summary” (“Resumen ejecutivo de las perspectivas de la energía en el mundo en 2012”), disponible en: <http://www.iea.org/publications/freepublications/publication/English.pdf>

<sup>6</sup> Véase Bain & Company, “Global Private Equity Report 2013” (“Informe sobre el capital privado mundial de 2013”), págs. 32-34

<sup>1</sup> El autor desea agradecer a Michael Joyce, candidato al MIB (Máster de Negocio Digital) en la Fletcher School, su asistencia en esta investigación y su experiencia técnica.

<sup>2</sup> Véase Sven Behrendt, “Beyond Oil: Global Energy Security and Sovereign Wealth Funds” (“Más allá del petróleo: seguridad energética mundial y fondos soberanos”), 26 de julio de 2010, disponible en: [http://www.ensec.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=252:beyond-oil-global-energy-security-aamp-sovereign-wealth-funds&catid=108:energysecuritycontent&Itemid=365](http://www.ensec.org/index.php?option=com_content&view=article&id=252:beyond-oil-global-energy-security-aamp-sovereign-wealth-funds&catid=108:energysecuritycontent&Itemid=365)

crecimiento” con “gran potencial a largo plazo”, ha expresado una opinión similar<sup>7</sup>.

Las similitudes, y de hecho las sinergias, entre el capital privado y los grandes fondos soberanos de inversión (FSI) han sido ampliamente reconocidas. Esos fondos, que tienen tanto la capacidad y como la escala para mantener los programas de inversión directa, aumentan las estrategias de asignación de activos, que complementan las inversiones de sociedades limitadas de capital privado con carteras gestionadas de manera interna. Al igual que sus homólogos privados, los fondos soberanos también han sido atraídos por el sector energético, al haber invertido directamente entre 75 y 100 mil millones de dólares, según algunas estimaciones<sup>8</sup>, gran parte desde 2009. Los fondos soberanos emplean considerables esfuerzos en establecerse como inversores financieros y repudiar la asociación con inversiones de múltiples impactos o de “doble resultado final”, sobre todo cuando se percibe que involucran los intereses geopolíticos del estado soberano. Sin embargo, en la práctica sería ingenuo y quizás taimado considerar la inversión de los fondos soberanos en proyectos relacionados con la energía en términos estrictamente financieros. En este breve resumen, nuestro objetivo es más bien examinar los fondos soberanos en el sector energético como capital privado estratégico.

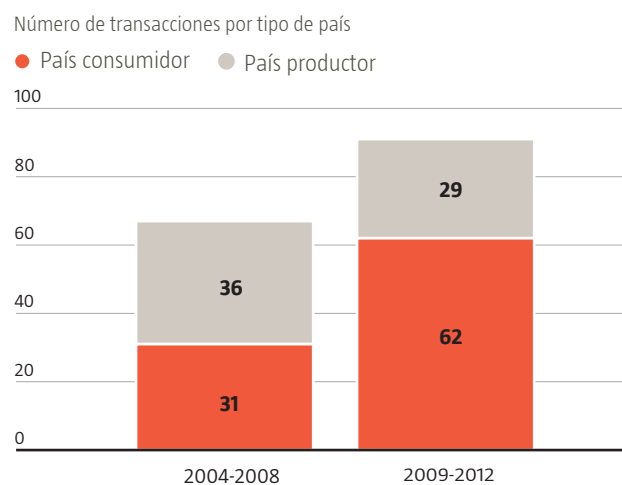
### El caso de la inversión de los fondos soberanos en energía

Para evaluar el alcance y la escala de la inversión de los fondos soberanos en el sector energético, realizamos un detallado análisis empírico de las inversiones directas de los fondos soberanos en los subsectores relacionados con la energía, utilizando la base de datos de transacciones de fondos soberanos Fletcher<sup>9</sup>. La base de datos se complementó con datos macro-económicos del país receptor de los fondos con el fin de entender mejor la relación del fondo con el perfil energético nacional del país receptor de los fondos soberanos. Identificamos más de 200 transacciones de fondos soberanos individuales en el sector energético desde 1986. A los efectos del presente análisis, limitamos aún más nuestro estudio desde 2004 hasta la actualidad. Descubrimos que este periodo contenía casi el 80% de las transacciones totales de nuestra muestra, lo que nos permitió aislar mejor la transición estructural que parece estar llevándose a cabo en la inversión en energía.

En primer lugar, observamos que somos capaces de remontar el 94% de las transacciones desde su inicio hasta diez fondos en seis países, que se dividen convenientemente a lo largo de las líneas de consumo/producción. Los fondos de los países consumidores son China Investment Corporation, Government Investment Corporation

of Singapore y Temasek (ambos de Singapur) y Korea Investment Corp. Entre los fondos de los productores se incluyen Abu Dhabi Investment Authority, International Petroleum Investment Corporation, Istithmar y Mubadala (todos de los Emiratos Árabes Unidos), Kuwait Investment Authority y Qatar Investment Authority. Tomados en conjunto, estos diez fondos representan más de 2 billones de dólares o lo que es lo mismo, casi el 40% de los aproximadamente 5,5 billones de dólares del total de activos gestionados por los fondos soberanos a escala mundial. Tomando la crisis financiera mundial de 2008 como punto de inflexión natural, segmentamos aún más la muestra en los períodos de 2004-2008 y 2009-2012, en la línea sugerida por Bain para el capital privado. Constatamos (Véase Gráfico 1) que, mientras que los fondos tanto de los países productores como de los consumidores invirtieron por igual con anterioridad a la crisis, posteriormente, los fondos de los países consumidores, dirigidos en gran parte por Temasek y la rápida aparición de CIC y KIC, han doblado la inversión de sus homólogos productores.

Gráfico 1  
Los diez fondos soberanos más activos



Fuente: The Fletcher SWF Transaction Database (2013)

Además, de acuerdo con el análisis de Bain para el capital privado en general, la asignación sectorial de la inversión de los fondos soberanos en energía también ha cambiado considerablemente desde la crisis financiera. Como se indica en el Gráfico 2, durante los años previos a la crisis financiera, más del 51% de las transacciones relacionadas con la energía de los fondos soberanos se encontraban en servicios públicos, seguidas de las inversiones en petróleo y gas natural. Durante este período, Temasek y Mubadala fueron algunos de los inversores más activos en ambos subsectores.

<sup>7</sup> “Temasek Spends More on Investments, Adds Energy Holdings” (“Temasek gasta más en inversiones, añade participaciones de energía”), Bloomberg 5 de julio de 2012.

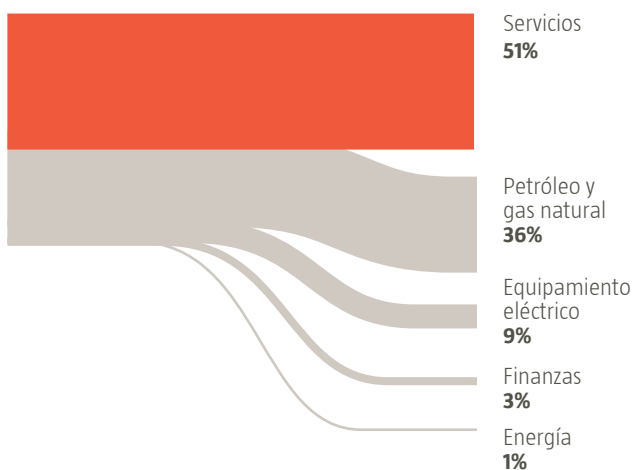
<sup>8</sup> Véase la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, “Informe sobre las inversiones en el mundo 2012”, en particular las págs. 13-16 y la tabla 1.6.

<sup>9</sup> La base de datos fue creada originalmente por el Monitor Group.

## 8. La financiación de la expansión de la energía global: El papel de la inversión de fondos soberanos como capital privado estratégico

Gráfico 2

Operaciones de los fondos soberanos en el sector energético (2004-2008)



Fuente: The Fletcher SWF Transaction Database (2013)

Desde la crisis, los fondos soberanos han cambiado las inversiones fuera del subsector de servicios públicos al del petróleo, gas y otros proyectos relacionados con la energía (véase Gráfico 3). Esto es un reflejo de los avances tecnológicos y de producción de fuentes no convencionales, pero también se produjo un aumento considerable del interés en las energías renovables, como fuente de diversificación estratégica. En este período, casi el 80% del total de las transacciones consisten en recursos y otras ofertas basadas en la energía, incluidas las energías renovables. Las inversiones de los fondos soberanos de los países consumidores asiáticos dominan las anteriores, ya que estos países tratan de diversificarse desde la perspectiva del abastecimiento estratégico. Un interesante ejemplo representativo es la reciente inversión de Temasek para establecer Pavilion Energy Pte. Ltd. para así diversificar su economía de recursos y aumentar sus activos energéticos. Pavilion se centrará en la industria de gas natural licuado (GNL) e invertirá específicamente en el desarrollo de proyectos ascendentes, terminales de regasificación y almacenamiento y transporte de GNL<sup>10</sup>.

Por el contrario, los fondos de los países productores han mostrado gran interés en el sector de la energía renovable como un medio para diversificar sus economías y evitar la continua dependencia de los ingresos por hidrocarburos<sup>11</sup>.

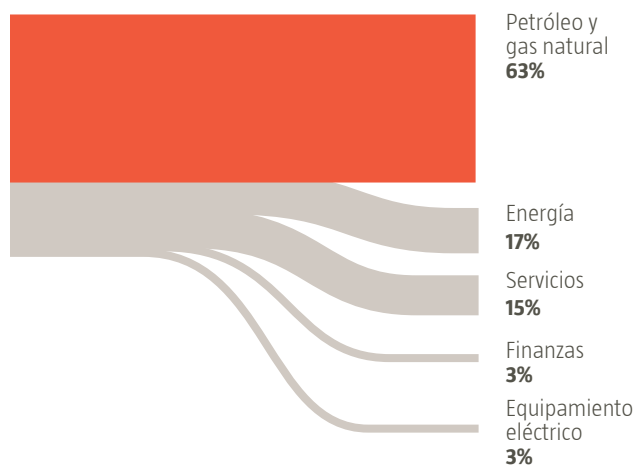
<sup>10</sup> "Singapore's Temasek Launches New Firm for LNG Investments" ("Temasek de Singapur lanza una nueva compañía de inversiones de GNL"), Reuters, 5 de abril de 2013

<sup>11</sup> Simone Tagliapietra, "Investing In the Energy Sector: Evidence from China and The Gulf" ("Invertir en el sector energético: pruebas de China y El Golfo"), documento de trabajo POLINARES n.º 76, 12 de diciembre de 2012

Representativo de esto último es el intento de los EAU de establecer un centro de excelencia en materia de energía renovable trabajando a través de la inversión de Mubadala en Masdar, creado en 2006. Masdar es un estado-empresa de propiedad absoluta de Mubadala, cuya misión es la de servir como "un catalizador para la diversificación económica... guiado por el plan Abu Dhabi Economic Vision 2030"<sup>12</sup>. Recientemente, Abu Dhabi y el Reino Unido anunciaron la firma de un memorando para establecer un marco de coinversión entre Masdar y el Banco de Inversión Verde del Reino Unido, con el fin de facilitar la inversión en proyectos de energías renovables en el Reino Unido<sup>13</sup>. Del mismo modo, en Catar, una fuente importante de reservas mundiales de gas natural, QIA, comparte una misión de diversificación y ha abrazado igualmente el sector de las renovables. Las ofertas en la Península Ibérica con Iberdrola (España) y EDP (Portugal) se distinguen por su programa de inversiones en el subsector<sup>14</sup>.

Gráfico 3

Operaciones de los fondos soberanos en el sector energético (2009-2012)



Fuente: The Fletcher SWF Transaction Database (2013)

Por último, desde el punto de vista de su ubicación o geográfico, las ofertas de nuestra muestra son abrumadoramente salientes (80%) para el fondo de inversión, es decir, hay pocas pruebas de sesgo nacional de los fondos soberanos en el sector. En algunos aspectos esto es coherente con el carácter estratégico, en

<sup>12</sup> Véase: <http://www.masdar.ae/en/masdar/detail/launched-by-the-abu-dhabi-leadership-in-2006-with-the-mission-to-advance-re>

<sup>13</sup> "Abu Dhabi Poised for UK Clean Energy Deal" ("Abu Dhabi está preparado para la oferta de energía limpia del Reino Unido"), Financial Times, 29 de abril de 2013.

<sup>14</sup> Tagliapietra, op cit.



## 8. La financiación de la expansión de la energía global: El papel de la inversión de fondos soberanos como capital privado estratégico

un plan estratégico nacional en el país receptor del fondo soberano, como en el caso de Economic Vision 2030 de Abu Dhabi, como indicador de la motivación estratégica y encuentran pruebas de que los fondos soberanos, de hecho, comparten los objetivos nacionales de planificación estratégica del estado y los reflejan en sus decisiones de inversión<sup>16</sup>. Curiosamente, el acceso a los recursos del estado y otros activos estatales<sup>17</sup>, incluyendo los recursos políticos, que el capital privado estratégico ofrezca al fondo soberano puede ampliar aún más sus ventajas competitivas como un inversionista global.

Haberly<sup>18</sup> examina este aspecto del comportamiento estratégico de los fondos soberanos. Define los fondos soberanos orientados estratégicamente como aquellos que buscan tanto promover valor para los accionistas, en forma de beneficio económico, como también el valor nacional de las partes interesadas, a través del desarrollo de las relaciones específicas, que alientan los intereses nacionales, sobre todo económicos. Además, va más allá de las motivaciones estratégicas de cualquier fondo único para considerar el papel de los fondos soberanos (a través de la inversión y las alianzas operativas) con vistas a poner en práctica la globalización de la agenda estratégica del fondo soberano. Al hacerlo, eleva varias afiliaciones basadas en red entre el sector empresarial y el estatal a un sistema emergente de "capitalismo de alianza mundial dirigido por el Estado", que integra los objetivos del fondo soberano con los de los países beneficiarios y sus multinacionales. En este sistema, el fondo soberano aprovecha su ventaja competitiva al ofrecer capital estable a largo plazo, un grado de reducción de riesgo político y acceso a las oportunidades de negocio ampliadas tanto dentro como fuera de su jurisdicción, a cambio de un mayor acceso a la tecnología, los recursos o los mercados.

Conceptualmente, algo de lo que describe Haberly, en el contexto más amplio de las relaciones estado-empresa, se puede entender como una extensión lógica de la función de desarrollo del estado, en particular en Asia. El estado "desarrollista" ha sido estudiado como un vehículo para movilizar los escasos recursos destinados al rápido desarrollo económico nacional. Las entidades estatales discretas, incluidas las empresas de propiedad estatal o vinculadas al gobierno, las agencias de planificación y los ministerios financieros o económicos han sido inversores directos e indirectos activos y han fomentado la aportación de capital privado en los proyectos promovidos por el estado a través de compromisos de recursos tanto financieros como políticos<sup>19</sup>. Como los fondos soberanos han

proliferado en particular desde 2000<sup>20</sup>, han ocupado un lugar en la agenda nacional de desarrollo<sup>21</sup>, lo que los sitúa de lleno en el nexo mundial de estados, capital privado y empresas globales.

### Coinversor como socio estratégico

Bain & Company considera los fondos soberanos socios de inversión atractivos porque, ya sea a través de los ingresos energéticos, ya sea a través de las reservas de divisas extranjeras excedentes, poseen grandes y amplios fondos de capital, que buscan desplegarse en inversiones alternativas de mayores ingresos. Además del capital, los fondos soberanos gozan de gran atractivo para los socios generales de capital privado (SG), ya que representan el capital paciente invertido en horizontes a largo plazo que pueden participar como un socio limitado tradicional o como un coinversor, pero también pueden ofrecer beneficios secundarios en caso de interés compartido en una empresa objetivo. Bain estima que los 10 mayores fondos soberanos podrían invertir entre 30.000 millones y 60.000 millones de dólares en capital privado en los próximos años.

Los fondos soberanos también reconocen los beneficios de la asociación estratégica a través de la coinversión directa. Según Scott Kalb, antiguo Director de Inversiones de Korea Investment Corporation, estos incluyen la capacidad de crear economías de escala a través de la inversión directa, por lo general menores costes de transacción atribuibles a los gastos comunes de debida diligencia y menos impuestos a los socios generales de capital privado, la reducción del riesgo a través de la supervisión y la agrupación conjunta de intereses compartidos y la mitigación de los riesgos políticos que puedan derivarse de los conflictos de intereses percibidos los países receptores interesados.

Dadas las dimensiones estratégicas del sector energético mundial y el alcance y la magnitud de la inversión requerida actual y futura, diseccionamos todavía más nuestra muestra de transacciones de energía para encontrar pruebas de asociación estratégica a través de las redes. Nuestro enfoque consistía en centrarnos en los patrones de coinversión exclusivamente en el sector energético mundial que afecta a los fondos soberanos, sobre todo desde la crisis financiera. Identificamos 19 operaciones (véase la Tabla 1) con un fondo soberano en el centro de la oferta, que involucró a una asociación de coinversión. La naturaleza de la alianza de coinversión varió con respecto a la participación institucional. Sin embargo, en consonancia con Haberly, hemos sido capaces de identificar un sistema grande y extensible de alianzas que atraviesan las

<sup>16</sup> Alexander Dyck y Adair Morse, "Sovereign Wealth Fund Portfolios" ("Carteras de fondos soberanos"), Initiative on Global Markets ("Iniciativa sobre los mercados globales"), Universidad de Chicago, Booth School of Business, Documento de trabajo n.º 61, 2011

<sup>17</sup> Incluimos aquí también la inteligencia política estratégica.

<sup>18</sup> Se hacen referencias aquí a Daniel Haberly, "Strategic Sovereign Wealth Fund Investment and The New Alliance Capitalism: A Network Mapping Investigation" ("Inversión de fondos soberanos estratégicos y el capitalismo de la nueva alianza: una investigación de la cartografía de las redes"), Environment and Planning A ("Entorno y planificación A"), 2011, vol. 43, págs. 1833-1852

<sup>19</sup> A los efectos de aclaración, la globalización del modelo de desarrollo en Asia Oriental a través de la inversión estatal pareció ser siempre parte de la agenda del Estado. Un ejemplo de ello es la participación del autor en el desarrollo temprano de la industria de capital de riesgo en Taiwán (República de China), donde el Ministerio de Finanzas de la República China patrocinó y participó como socio limitado en un fondo de capital de riesgo en una etapa temprana, gestionado por una multinacional de tecnología de EE.UU. en calidad de socio general. El Ministerio de Finanzas se vio motivado tanto por la necesidad de promover un mercado de capital de riesgo local, como por el acceso a la IED basada en la tecnología y a los

mercados extranjeros para los productos de tecnología de valor añadido de Taiwán. Su participación y la "orientación" llevó a más de veinte de las mayores empresas taiwanesas a unirse como socios limitados.

<sup>20</sup> Para un análisis detallado de la acumulación de los fondos soberanos, véase Eliot Kalter y Patrick J. Schena, "Into the Institutional Void: Managing the Sovereign Wealth of Emerging Economies" ("Hacia el vacío institucional: gestión de la riqueza soberana de las economías emergentes"), de próxima publicación como capítulo en Investing in Emerging and Frontier Markets (Inversión en mercados emergentes y fronterizos), Euromoney Books, 2013

<sup>21</sup> Es importante advertir que este papel, especialmente en el caso de los fondos soberanos asiáticos, no está estrechamente integrado a partir de una perspectiva de desarrollo y todavía sigue en evolución. Véase por ejemplo, Saadia M. Pekkanen y Kellee S. Tsai, "The Politics of Ambiguity in Asia's Sovereign Wealth Funds" ("La política de la ambigüedad de los fondos soberanos de Asia"), Business and Politics (Negocios y política), Vol. 13 [2011], Iss. 2, Art. 3

instituciones del sector público y privado: gubernamentales, financieras y empresariales.

Tabla 1

## Tabla de ofertas de coversión de energía seleccionada

| Inversión                             | Inversores   | País de destino           | Sector                    | Año  |
|---------------------------------------|--|---------------------------|---------------------------|------|
| Amyris                                | Temasek, Total Gas & Power USA, SAS, Naxyris SA, Bolding Investment SA   | Estados Unidos de América | Energía                   | 2012 |
| Barclays Natural Resource Investments | QIA, Qatar Asset Management Company, Qatar Financial Centre Authority  | Reino Unido               | Finance - Nat Rsc PE Fund | 2012 |
| BG Group Project                      | CIC, CNOOC Group   | Australia                 | Petróleo y gas natural    | 2012 |
| Cheniere Energy Partners              | CIC, GIC   | Estados Unidos de América | Petróleo y gas natural    | 2012 |
| Sunshine Oil Sands                    | CIC, Sinopec Group, EIG Global Energy Partners   | Canadá                    | Petróleo y gas natural    | 2012 |
| Tamar Energy                          | Brunei Investment, ADIC, Khazanah, and the Al Subeaei Group, RIT Capital Partners plc, and Fajr Capital                  | Reino Unido               | Energía                   | 2012 |
| CITIC Resources                       | Temasek, KIA, NSSF, BTG Pactual, Fubon Life Insurance, Och - Ziff Capital Management, NSSF                               | China                     | Petróleo y gas natural    | 2011 |
| Consortium 5 Power Plants             | GIC, Arclight, GE Energy   | Estados Unidos de América | Servicios públicos        | 2011 |
| Enogex Holdings LLC                   | CIC, GIC, John Hancock Financial Services, Northwestern Mutual Life Insurance Company, Arclight                          | Estados Unidos de América | Petróleo y gas natural    | 2011 |
| Frac Tech                             | ADIC, KIC, Temasek, RRJ Capital  | Estados Unidos de América | Petróleo y gas natural    | 2011 |
| Gassled                               | ADIA, CPP Investment Board, Allianz  | Canada                    | Petróleo y gas natural    | 2011 |
| Helioscentris Energy Solutions        | KIA, Life Energy   | Alemania                  | Energía                   | 2011 |
| Huaneng Renewables                    | CIC, Temasek, GE   | China                     | Energía                   | 2011 |
| Osum Oil Sands Corp.                  | KIC, GIC, KERN Partners, Warburg Pincus, Blackstone Partners, Camcor Partrners   | Canada                    | Petróleo y gas natural    | 2011 |
| SolarEdge                             | Temasek, Norvest Venture Partners, GE, Opus Capital, Walden International, Genesis Partners, Lightspeed Venture Partners | Israel                    | Energía                   | 2011 |
| Chesapeake Energy Corp.               | CIC, KIC, Temasek, ADIC, Blackrock, Hopu Investment  | Estados Unidos de América | Petróleo y gas natural    | 2010 |
| Laricina Energy Ltd                   | KIC, CPPIB   | Canadá                    | Petróleo y gas natural    | 2010 |
| SouthGobi Energy Resources Ltd        | CIC, Temasek   | Canadá                    | Petróleo y gas natural    | 2010 |
| China Gas Holdings Ltd                | Temasek, Oman  | Hong Kong                 | Petróleo y gas natural    | 2005 |

Fuentes: Base de datos de fondos soberanos Fletcher, Capital IQ

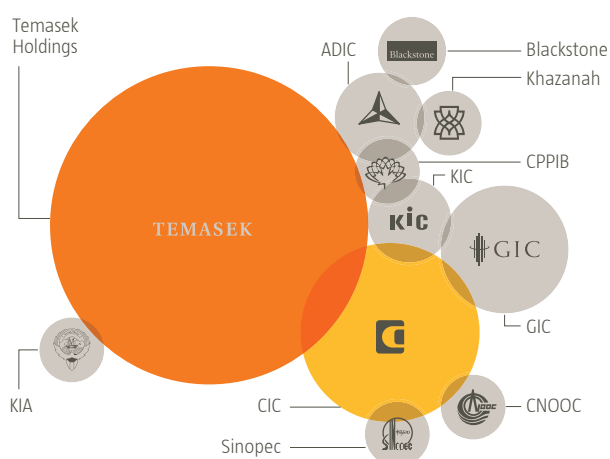


## 8. La financiación de la expansión de la energía global: El papel de la inversión de fondos soberanos como capital privado estratégico

El Gráfico 5 ilustra la importante concentración de las inversiones en energía directa a través de consorcios anidados agrupados principalmente en torno a Temasek y CIC. Cuando se analiza junto con la Tabla 1, los patrones de la alianza revelan una asociación significativa de fondos soberanos entre: 1) otros fondos soberanos, 2) asociaciones generales de capital privado, p. ej., Hopu Investments, RRJ capital, 3) grandes fondos de pensiones nacionales y provinciales, p. ej., Canada Pension Plan Investment Board (CCPIB), 4) divisiones de empresas del sector privado independiente, p. ej., GE Energy, 5) empresas de propiedad estatal, p. ej., CNOOC y Sinopec, 6) sociedades en cartera, p. ej., BTG Pactual, Blackstone.

Gráfico 5

Principales clusters de co-inversión de los fondos soberanos (2010-2012)



Fuente: The Fletcher SWF Transaction Database (2013)

Más allá simplemente de la co-inversión per se, los patrones de inversión y las estructuras de asociaciones estratégicas que surgen de estas transacciones sugieren unos cimientos sólidos capaces de apoyar la movilización de inversiones a gran escala en la energía global. Por ejemplo, mientras que las transacciones seleccionadas se concentran en gran medida en el sector de los recursos en América del Norte, también sugieren la posibilidad de colaborar en todas las regiones y en todos los subsectores energéticos.

Las estructuras de negocio son diversas y no solo incluyen las inversiones en empresas públicas, OPV y proyectos privados, sino también ofertas de nueva creación. La participación específica de ofertas también es flexible y puede incluir varias combinaciones de fondos soberanos, fondos de capital privado y otros inversores institucionales. Ejemplos notables de ofertas públicas bien publicitadas incluyen Chesapeake Energy y Cheniere Energy, ambas sociedades que cotizan en bolsa en EE.UU. en gas natural y otros

subsectores relacionados. Ambas ofertas implicaron una amplia participación de fondos soberanos. La primera, concluida en 2010, incluyó ADIC, CIC, KI y Temasek, además de los inversores de capital privado Blackstone y Hopu Investments, así como Franklin Templeton. Cheniere fue coinvertida en 2012 por CIC, GIC y una vez más por Blackstone: una sociedad en cartera CIC, es importante tenerlo en cuenta. Con respecto a la inversión de nueva creación, GIC también se asoció con GE Energy Financial Services y Arclight Capital, una empresa de capital privado centrada en la energía, para consolidar cinco centrales energéticas de gas natural de Georgia y formar así el mayor productor independiente de energía en el sureste de EE.UU.<sup>22</sup>.

Mientras que todas las ofertas incluyen la inversión financiera en su núcleo, muchas están acompañadas o van seguidas de acuerdos de producción, operación o suministro de las filiales de los inversores, ya sean empresas de propiedad estatal o sus homólogos de las divisiones (como en el caso de GE indicada anteriormente). Nos centramos aquí en dos ejemplos señalados que implican a CIC ya sea directa o indirectamente, en asociación con las empresas petroleras de propiedad estatal chinas Sinopec y CNOOC. En 2012, CIC se unió a Sinopec y China Life Insurance para participar en la OPV de Hong Kong de Sunshine Oilsands con sede en Canadá. Sinopec había firmado previamente un acuerdo para desarrollar una empresa conjunta con la compañía, y había estado explorando formas de acelerar la exploración y la producción<sup>23</sup>. CNOOC, un inversor en el proyecto de GNL de BG Group en Australia, anunció recientemente un acuerdo de compra de gas por 20 años con la sociedad. Se cree que tanto CIC como SAFE Investments mantienen participaciones independientemente en BG.

La promoción de acuerdos y el liderazgo también varían en función de los intereses y los conocimientos de las partes inversoras. Por ejemplo, Temasek, con una experiencia considerable y un liderazgo relevante en el sector, participará en negocios organizados por otros. En este punto es interesante destacar el liderazgo activo de un grupo inversor privado, con vínculos con Temasek, en la organización y estructuración de operaciones de energía a gran escala, con especial participación de los fondos soberanos de Asia. RRJ Capital, liderado por los hermanos Richard y Charles Ong, es un fondo de capital privado con sede en Hong Kong centrado en China y el Sudeste Asiático. Richard Ong fue fundador y Director General de Hopu Investments, que jugó un papel decisivo en la estructuración de la transacción privada de 2010 para fundar Chesapeake Energy mencionado anteriormente. Charles Ong, antes de unirse a RRJ, pasó 10 años en Temasek, ostentando varios puestos ejecutivos, incluidos los de Director de Inversiones y Director de Estrategia. Desde la formación de RRJ, los hermanos Ong han participado en la operación de Cheniere también señalada anteriormente, y así han jugado un

<sup>22</sup> <http://www.arclightcapital.com/News/Press-Releases-Articles/ARCLIGHT-TEAMS-WITH-GE-AND-SINGAPORE-S-GIC-TO-FORM.aspx>

<sup>23</sup> "Sunshine Oilsands Favors a Venture With Sinopec to Tap Oil Sands" ("Sunshine Oilsands favorece una empresa conjunta con Sinopec a Tap Oil Sands"), Bloomberg, 16 de agosto de 2012



papel principal en la organización de una inversión de 3.500 millones de dólares para una participación del 70% en Frac Tech, que proporciona servicios de fracturación hidráulica. La oferta incluyó a KIC y CPPIB, además de a RRJ y Temasek<sup>24</sup>. El 30% restante de Frac Tech, curiosamente, está en manos de Chesapeake Energy.

Por último, como en cualquier operación de capital privado, el seguimiento posterior de inversión es fundamental para asegurar una revisión y la gobernanza efectivas. Una vez más, las estructuras de seguimiento varían de la participación en pleno del Consejo Directivo a acuerdos orientados más pasivamente. Debido a la participación gubernamental de facto, en cualquier transacción relacionada con los fondos soberanos y a causa de la delicada naturaleza de estas afiliaciones, sobre todo en los casos potencialmente relacionados con la seguridad nacional, las estructuras de gobernanza pueden adoptar la forma de supervisión indirecta o delegada. Un caso interesante en este sentido es la participación de CIC en Cheniere. En esta transacción, CIC coinvertió con la sociedad en cartera Blackstone, entre otras. Blackstone fue galardonada con puestos en la Junta Ejecutiva. CIC, por su parte, desvió la presión política, asumiendo una postura pasiva en materia de gobernanza. No ostenta ningún puesto en la Junta Ejecutiva de Cheniere, sino que más bien supervisa e influye indirectamente, en parte a través de Blackstone<sup>25</sup>.

## Reflexiones finales

La inversión de fondos soberanos en la energía mundial está alineada con los imperativos estratégicos de energía actuales y emergentes de los países receptores de fondos. La inversión directa en el sector está muy concentrada en los fondos más grandes de los principales países consumidores y productores de energía. La enorme escala de la inversión futura para el desarrollo del sector energético requiere la movilización tanto de recursos públicos como privados, y tanto reales como financieros, para afrontar los retos globales de acceso universal a la energía. Los fondos soberanos, unos de los mayores inversores institucionales a escala mundial, están bien dotados para dirigir la inversión en el sector, debido a su horizonte de inversión efectivo a largo plazo, su tamaño y su capacidad de movilizar los recursos políticos para facilitar la extensión operativa de los programas de inversión y para mitigar el riesgo político. Por estas y otras razones, también son unos codiciados socios de inversión y coinversores.

Los fondos soberanos han aprovechado las oportunidades que se han presentado debido a los cambios estructurales en el abastecimiento mundial de energía y se han asociado activamente entre sí, con otros grandes inversores globales institucionales, fondos de capital privado,

empresas de propiedad estatal y empresas vinculadas al gobierno y sociedades en cartera para escalar ofertas, reducir los riesgos y también para contribuir significativamente a otros componentes de la agenda estratégica de energía de sus países receptores, especialmente en lo que respecta a la diversificación. El ritmo de la inversión de fondos soberanos en el sector se ha acelerado desde 2008 y se ha reorientado de acuerdo con los avances tecnológicos y productivos en las nuevas fuentes de energía. El éxito de las asociaciones estratégicas de inversión y otras formas de coinversión mejorarán el flujo de ofertas entre los inversores clave. Puesto que los activos y la capacidad de los fondos soberanos continúan expandiéndose y el número y el tamaño de los programas de inversión directa internos crecen<sup>26</sup>, los flujos de capital soberano al sector de la energía mundial continuarán su actual trayectoria, si no se aceleran aún más en un futuro próximo.

<sup>24</sup> "Frac Tech Got \$3.5 Billion" ("Frac Tech consiguió 3 500 millones de dólares"), The Wall Street Journal, 13 de mayo de 2011.

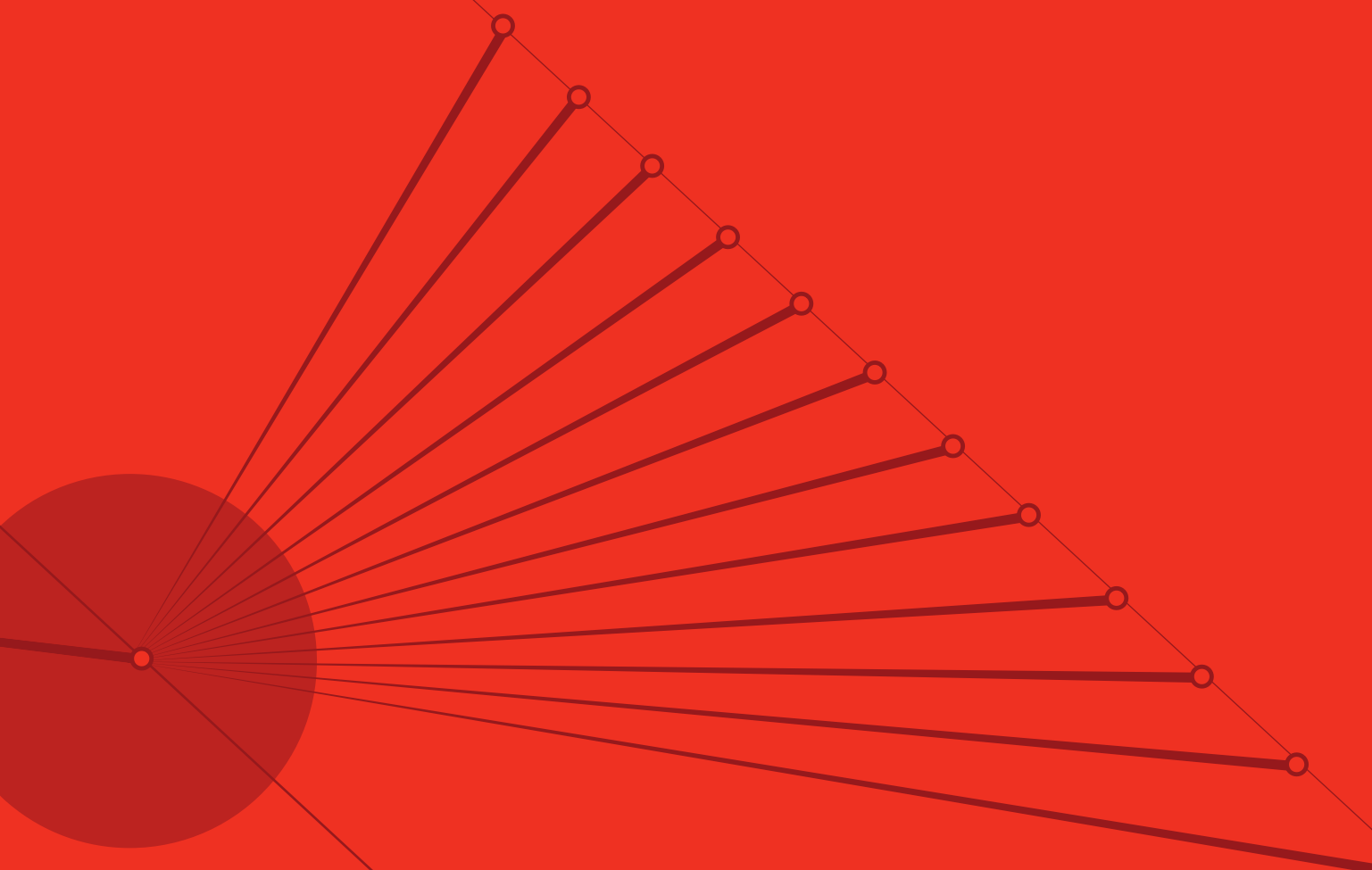
<sup>25</sup> "China Fund Invests in US Gas Export Plant" ("El fondo de China invierte en la planta de exportación de gas estadounidense"), Financial Times, 21 de agosto de 2012.

<sup>26</sup> Los fondos soberanos se beneficiarán de importantes ahorros de costes por el cambio a la internalización de capital privado. Los ahorros atribuibles a los programas internos se han estimado en cerca de 150 puntos básicos (25 pb frente a 165 pb para los programas gestionados externamente). Véase "Insourcing" trend growing among big institutional investors" ("Tendencia creciente de internalización entre grandes inversores institucionales"), Pensions & Investments (Pensiones e inversiones), 13 de mayo de 2013, disponible en: <http://www.pionline.com>



**Xavier Reig**  
CEO y Cofundador, Black Capital

# Fondos soberanos y sector inmobiliario



## 9. Fondos soberanos y sector inmobiliario

### 9. FONDOS SOBERANOS Y SECTOR INMOBILIARIO

#### Introducción

Hay dos términos que resumen la situación del mercado inmobiliario a día de hoy: *core* y *complex*. El inmobiliario es uno de los sectores que más sufrió la crisis financiera global. El nivel de inversión<sup>1</sup> en 2012 fue de 436.000 millones de dólares, más del doble respecto a los niveles de 2009, pero lejos aún del pico de 759.000 millones de dólares en 2007. Desde entonces, los inversores han ido retomando posiciones paulatinamente dando liquidez a determinadas plazas y clases de activos pero sin que ésta alcance la totalidad del mercado.

El capital, dada la volatilidad general en los mercados y la actual represión financiera, ha tenido como prioridad la búsqueda de refugios seguros en lugar del retorno, y los fondos soberanos no solo no han sido una excepción sino que se han aprovechado de la situación.

Hablamos de los llamados "safe-haven". Se trata de plazas prime tradicionalmente muy líquidas dado que representan *hubs* financieros globales y donde se asientan las sedes de las principales multinacionales. Hablamos en concreto de los activos core, con rentabilidades muy ajustadas entre el 4% y 6% donde el valor, además de su localización, es la seguridad en el flujo de caja a largo plazo dada la alta calidad de los inquilinos. En definitiva, son las principales plazas de los mercados inmobiliarios maduros, con un historial de liquidez, transparencia en precios, seguridad jurídica y activos de gran volumen.

Si en época de bonanza es muy difícil el acceso a este perfil de activos, la turbulencia financiera condujo a una situación de impagos a muchos de sus propietarios, permitiendo a los fondos soberanos coger posiciones privilegiadas en estos activos únicos gracias a dos factores: su liquidez y su visión de negocio a largo plazo.

El mejor ejemplo lo tenemos en Europa, es Londres, que con 17.000 millones de dólares de inversión en 2012 deja minúsculos los 5.600 millones de dólares recibidos en París y los 3.500 millones de dólares de Nueva York. En la capital británica, por la que tradicionalmente ya tenían gran interés los fondos árabes, ha aumentado la competencia por la aparición de los nuevos actores asiáticos, resultando un gran traspaso de sedes de las principales entidades financieras a fondos soberanos desde 2010, entre ellas: Bank of America (adquirido por Kuwait Investment Authority, KIA), Credit Suisse (Qatar Investment Authority, QIA) y HSBC (el State Oil Fund of Azerbaijan, SOFAZ).

Hoy en día la presión sobre los activos core europeos es triple. Por un lado tenemos el apetito de los fondos árabes con largo historial en el continente, como KIA, Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), QIA y Oman Investment Fund (OIF). Por otro lado el de los nuevos entrantes asiáticos como Permodalan Nasional Bhd, China Investment Corporation (CIC), el Hong Kong Monetary Authority (HKMA) junto con el fondo noruego gestionado por el Norges Bank (NBIM). Y finalmente, el del resto de actores institucionales con aversión al riesgo, que han cambiado su exposición en bonos de estado por producto inmobiliario core debido al

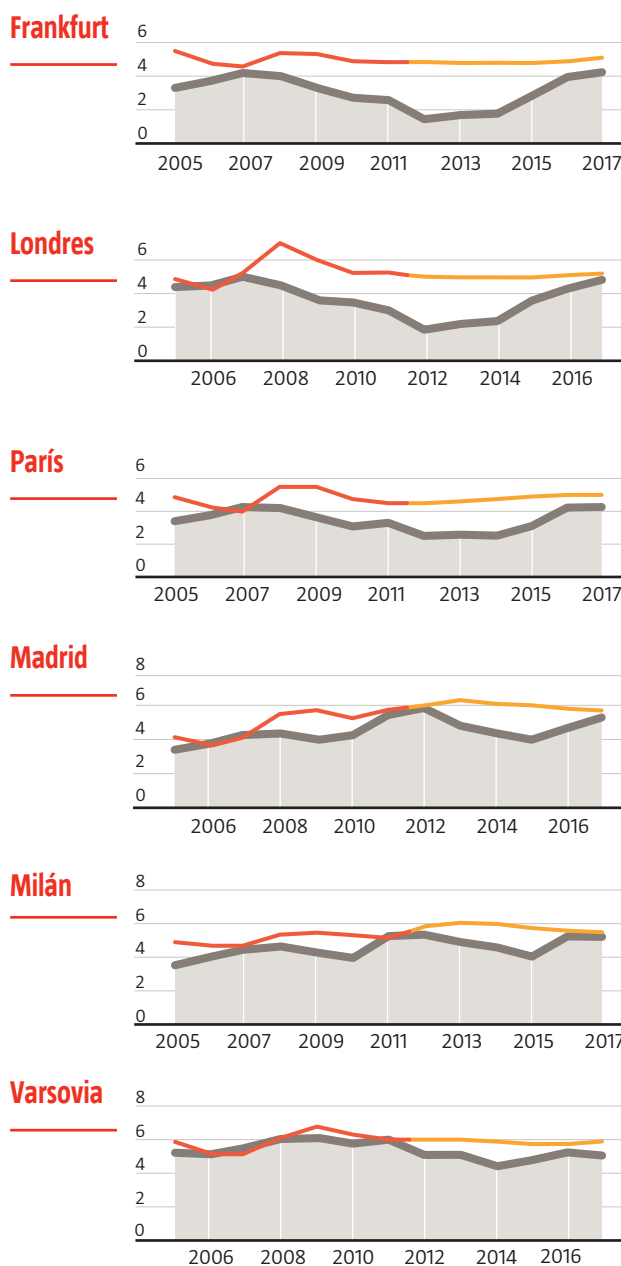
diferencial (spread) existente entre ambos retornos dado el entorno macroeconómico (ver Gráfico 1).

Gráfico 1

#### Rentabilidad en Europa: Oficinas vs. Bonos soberanos

En porcentaje

● Bonos ● Rendimiento Prime ● Previsiones



Fuente: RREEF Real Estate, Global Insight, PMA.

<sup>1</sup> Fuente: Jones Lang Lasalle-Global Commercial Real Estate Investment.

En consecuencia, la oferta de este perfil de productos –core y de gran volumen– en las plazas más líquidas europeas en el 2013, es menos visible y cada vez menos rentable, aunque todavía presenta oportunidades. En Londres, el retorno del producto de oficinas ha caído hasta el 4,5% en primeras plazas, no por una mayor ocupación, sino por el mayor número de ofertantes y escasez de producto. Además, si consideramos un escenario de depreciación de la libra como ha sucedido con el yen, la rentabilidad puede quedar en un 3%. Contrastaría con la rentabilidad que se podría obtener en productos similares en Madrid o en Barcelona, cercana al 6,5 ó 7%.

Este *premium* en el precio en los *safe-haven* europeos solo están dispuestos a pagarlo algunos de los fondos soberanos con un horizonte de inversión de largo plazo y patrones peculiares: factores no de mercado o nuevos entrantes que lo consideran como un paso estratégico para consolidar su posición en una nueva región. En las operaciones *cross-border*, los nuevos actores utilizan Londres como primera escala para su aterrizaje en Europa, desde donde posteriormente saltan a París, Frankfurt y Moscú, principalmente.

Estados Unidos está llamado a convertirse en el nuevo referente este 2013. La paulatina recuperación de su economía junto a su mayor oferta de producto core con rentabilidades superiores –6% en Nueva York– a las primeras plazas europeas serán sus motores. Nueva York, Boston, Washington, San Francisco y Los Ángeles se erigen como las principales receptoras de capital. Como ejemplo, la operación que ha realizado GIC en San Francisco a principios de año adquiriendo la San Francisco Tower por 900 millones de dólares, uno de los emblemas de la ciudad.

La tendencia de los principales fondos inmobiliarios en 2013 es desplazarse desde estrategias de perfil core hacia operaciones de mayor complejidad y riesgo a cambio de un mayor retorno, las llamadas *value-added* y oportunistas.

Existen tres estrategias típicas de inversión inmobiliaria (ver Tabla 1). La estrategia defensiva o core se basa en comprar activos de bajo riesgo. Significa que es una plaza prime, que el activo se encuentra en buen estado de conservación y sus inquilinos son triple A, preferiblemente corporativos, con contratos a largo plazo. El apalancamiento de la operación es bajo, no superando el 40% y el retorno se puede situar en una horquilla del 4 al 6%. El inversor busca la seguridad de generación de caja constante a largo plazo. En el caso de la estrategia *value-added*, se trata de activos con un mayor grado de desocupación, provocado por una mala gestión o porque necesitan una renovación por obsolescencia física: una vez solucionado, el activo pasa a interesar a un potencial inversor core. El apalancamiento suele estar entre el 40-70% y el retorno alrededor del 15%. Finalmente, las estrategias oportunistas. Requieren un mayor apalancamiento (superior al 70%) y una mayor intensidad en su gestión y creación de valor, tanto por la necesidad de un desarrollo, un cambio de uso, una renovación... lo cual exige siempre la actuación de especialistas locales; es decir, actuaciones que van más allá de la simple inversión y asociadas a un mayor

riesgo. También incluye las operaciones en países emergentes o en riesgo. Ofrecen un retorno muy superior, por encima del 18%.

Tabla 1

### Opciones de inversión en real estate inmobiliario

| Estilos de inversión | Rentabilidad esperada de los fondos  |                                     | Apalancamiento del fondo   |
|----------------------|--|-------------------------------------|--|
|                      | Core<br>Value-added<br>Oportunistas  | 4%-8%<br>14%-17%<br>> 18%<br>Varies | 40%-70%<br>40%-70%<br>> 70%<br>Varies  |
| Activos de interés   | Tipos de activos core  |                                     | Otros tipos de activos   |
|                      | Oficinas<br>Minorista<br>Mixto<br>Industrial   |                                     | Hoteles<br>Sanitario/tercera edad<br>Garajes<br>Otros sectores nicho   |
| Interés geográfico   | Localización de activos core   |                                     | Localización de otros activos  |
|                      | Enclaves urbanos con alta barrera de entrada<br>Mercados principales<br>Mercados y economías maduras |                                     | Enclaves urbanos con barreras de entrada bajas<br>Mercados secundarios y terciarios<br>Mercados y economías emergentes |

Cálculos del autor y NEPC, LLC.

Los vehículos soberanos canalizan su exposición hacia operaciones oportunistas de forma indirecta, es decir, a través de participaciones en fondos inmobiliarios especializados. Si bien es cierto que algunos actores están realizando inversiones directas de desarrollo urbanístico de gran vistosidad, como sería el “BatterSea Power Station” o el “The Shard” en Londres, a modo de ejemplo, éstas tan solo representarían la punta del iceberg. Según un estudio de la firma americana especializada CBRE<sup>2</sup>, la inversión directa tan solo representa del 40% al 50% del volumen total, mientras que el restante fluye hacia participaciones en fondos inmobiliarios (30-40%), participaciones en cotizadas (5-10%) y deuda (20-25%). Durante el 2011 y 2012 hubo un resurgir de fondos de inversión inmobiliarios de perfil oportunista. El mejor ejemplo es el cierre del fondo Blackstone Real Estate Partners BREP VII con 13.000 millones de dólares, que representa el mayor de la historia, con el apoyo de más de 250 inversores globales.

El sector ha sufrido otros cambios importantes. Si Europa y Estados Unidos eran en épocas anteriores al 2008 los principales receptores de capital inmobiliario, en 2011 Asia superó a América gracias sobre todo al empuje de sus nuevas plazas emergentes (China, India, Indonesia, Vietnam, Malasia) junto con la parálisis de la inversión en los Estados Unidos. En 2013, Europa del Sur sigue siendo una plaza estéril para el crecimiento considerando el entorno macroeconómico, mientras que el resto de Europa y Estados

<sup>2</sup> Fuente: CBRE Global View Point- Sovereign Wealth Funds 2008.

## 9. Fondos soberanos y sector inmobiliario

Unidos, desde el pasado ejercicio, están en vía ascendente captando grandes volúmenes de capital, tanto local como internacional, sobre todo en operaciones core u oportunistas, pero siempre en plazas prime.

Asia emergente representa la cuna de los nuevos jugadores globales en el universo de los fondos soberanos. La experiencia adquirida en el desarrollo inmobiliario regional con actuaciones

inmobiliarias de gran complejidad, les permite ahora enfrentarse de forma directa y con solvencia a mercados más maduros y hasta ahora desconocidos como el europeo, americano o australiano, tanto en operaciones en búsqueda de beta como de alfa. Mientras que los inversores europeos y americanos se muestran dubitativos a la hora de coger posiciones sólidas mediante inversión directa en mercados emergentes asiáticos, los árabes, más cercanos a ambas realidades, están posicionándose de forma muy activa.

Tabla 2

### Top-25 de transacciones europeas en 2012

| #  | Activo                                    | Localización                 | Comprador  | Vendedor                        | Precio (mill €) | nac/int | SWF |
|----|---|------------------------------|--|---------------------------------|-----------------|---------|-----|
| 1  | Complejo Uetlihof                         | Zurich, Suiza                | Norges Bank Investment Management  | Credit Suisse                   | 830             | I       | SWF |
| 2  | Dos edificios de oficinas                 | Berlin y Frankfurt, Alemania | Norges Bank Investment Management y AXA Real Estate  | NA                              | 784             | I       | SWF |
| 3  | 90 High Holborn y One Exchange Square     | Londres, Reino Unido         | Permodalan Nasional Berhad   | KanAm                           | 660             | I       |     |
| 4  | Seis oficinas                             | Londres                      | Brookfield Office Properties   | Hammerson                       | 644             | I       |     |
| 5  | Sede de DNB                               | Oslo, Noruega                | DnB Liv y DnB Scandinavian Property Fund   | DNB                             | 624             | N       |     |
| 6  | Plantation Place                          | Londres, Reino Unido         | Moise Yacoub Safra   | One Plantation Place Unit Trust | 616             | I       |     |
| 7  | Cité du Retiro y Néo                      | París, Francia               | Invesco Real Estate por encargo de un fondo de Medio Oriente                               | KanAm                           | 600             | I       | SWF |
| 8  | Cinco oficinas                            | París, Francia               | Norges Bank Investment Management/Generali   | Generali                        | 550             | I       | SWF |
| 9  | 52 Hoche y Avant Seine                    | París, Francia               | Hong Kong Monetary Authority asesorado por JP Morgan Asset Management                      | Eurosic                         | 508             | I       | SWF |
| 10 | Boulevard MacDonald                       | París y Neo Vélizy, Francia  | Fondo Foncière Partenaries (gestionado por BNP Paribas REIS) (managed by BNP Paribas REIS) | BNP Paribas (desarrollo)        | 500             | N       |     |
| 11 | Parque tecnológico Philips                | Eindhoven, Holanda           | Consorcio Chalet Group   | Philips                         | 425             | N       |     |
| 12 | 1 Silk Street                             | Londres, Reino Unido         | Permodalan Nasional Berhad   | Beacon Capital                  | 423             | I       |     |
| 13 | Sede de Credit Suisse en One Cabot Square | Londres, Reino Unido         | Qatar Investment Authority   | Crédit Suisse                   | 400             | I       | SWF |
| 14 | Complejo de oficinas Broadgate West       | Londres, Reino Unido         | Hines y HSBC Alternative Investments Limited   | Jones Lang LaSalle              | 384             | I       |     |
| 15 | Peterborough Court y Daniel House         | Londres, Reino Unido         | Qatari Investment Authority  | Jones Lang LaSalle              | 382             | I       | SWF |
| 16 | Oficinas en King's Cross                  | Londres, Reino Unido         | AXA Real Estate, JV junto a inversor anónimo   | BNP Paribas (desarrollo)        | 380             | N       |     |
| 17 | Portfolio CMBS de Uni-Invest              | Holanda                      | Patron Capital/TPG   | Opera Finance (tenedores)       | 359             | I       |     |
| 18 | Drapers Gardens                           | Londres, Reino Unido         | Rreef Real Estate  | Evans Randall                   | 356             | I       |     |
| 19 | Edificio Allianz                          | Munich, Alemania             | IVG Immobilien   | Allianz                         | 330             | N       |     |
| 20 | Winchester House                          | Londres, Reino Unido         | China Investment Corporation   | KanAm                           | 312             | I       | SWF |
| 21 | Portfolio                                 | Lyon, Francia                | Fondos de Grosvenor  | ANF Immobilier                  | 310             | I       |     |
| 22 | Ducat Place III                           | Moscú, Rusia                 | O1 Properties  | Hines                           | 286             | I       |     |
| 23 | Kings Place                               | Londres, Reino Unido         | Deka Immobilien  | Parabola Land                   | 285             | I       |     |
| 24 | Parque empresarial Silver City            | Moscú, Rusia                 | O1 Properties  | Evans Randall                   | 271             | I       |     |
| 25 | Edificio Junghof                          | Frankfurt, Alemania          | Tishman Speyer   | Helaba                          | 267             | I       |     |

A modo de resumen, encontramos un mercado inmobiliario totalmente polarizado en las plazas tradicionales europeas y americanas. El capital sólo fluye en localizaciones prime presionando poco a poco sobre los precios de los productos core, y obligando a una transferencia de capital hacia oportunidades de mayor riesgo en estas mismas ubicaciones, quedando las secundarias todavía fuera del radar del capital internacional. En la tabla 2 se recogen las 25 principales operaciones del 2012 en Europa.

### ¿Por qué invierten los fondos soberanos en el sector inmobiliario?

En el año 2012, mientras las inversiones directas realizadas por los fondos soberanos se desplomaban desde los 89.500 millones de dólares hasta los 57.300 millones, las inversiones realizadas en el sector inmobiliario aumentaban un 36,4% con respecto al año 2011<sup>3</sup>. Por delante de sectores tradicionales de inversión como el energético o el financiero. En el 2012 se identificaron 38 operaciones<sup>4</sup> realizadas por fondos soberanos representando un montante de 10.000 millones de dólares. La mayor parte de los fondos están en proceso de aumentar el peso de los activos inmobiliarios en sus portafolios o bien están considerando invertir por primera vez, tal como ocurrió en el caso de SOFAZ y HKMA en 2012. Según fuentes del sector, podría alcanzar el 10% de media en los próximos 5-10 años.

Al analizar sus razones, en primer lugar debemos tener en cuenta el aspecto más básico, el sector encaja en los patrones de inversión de sus dos ejes principales: activos de gran volumen y largos horizontes de inversión. En segundo lugar, este perfil de activo les ofrece un seguro contra la inflación a largo plazo, la devaluación de la moneda en origen del fondo, estabilidad de caja y, por último, diversificación, equilibrando de un modo u otro la cartera. En tercer lugar, un aspecto coyuntural. El bajo rendimiento de los bonos y la volatilidad de los mercados bursátiles obliga a los gestores de carteras más conservadores a implementar estrategias más agresivas en busca de un mayor retorno fuera de los mercados financieros, anticipándose a la vez a un escenario futuro de mayor inflación. Los fondos soberanos sin experiencia en el inmobiliario han saltado en él, y lo han hecho en activos de menor exigencia de gestión y riesgo, los core, presionando sobre sus precios; esto ha provocado que los actores tradicionales se decanten ya por operaciones más complejas –menos concurridas– en terrenos de value-added y, sobre todo, oportunista.

Finalmente debemos tener en cuenta otro tipo de argumento que va más allá de los aspectos técnicos y financieros: el histórico. Cabe recordar que hace apenas una década, algunos de sus países de origen de los fondos soberanos no tenían ningún tipo de infraestructura inmobiliaria de calidad. En menos de dos décadas

han estructurado un país gracias a la explosión de este sector impulsado por la liquidez de sus economías exportadoras de petróleo. Los casos más extremos serían los países del Golfo Pérsico. Tanto los Emiratos Árabes Unidos (EAU) como Catar, Kuwait, Omán y Arabia Saudí están desarrollando actuaciones urbanas a nivel local de gran complejidad técnica. En el caso de la EAU y Catar, además invierten de forma visible en multinacionales líderes con el objetivo de absorber el know-how y estructurar una base de capital humano capaz de replicar tales actuaciones a nivel internacional. La saturación de sus propios mercados domésticos por su reducido tamaño y la selección de los sectores inmobiliario y turismo como ejes de posicionamiento de la marca país a nivel global han sido sus palancas. Para la mayor parte de los fondos de países emergentes dependientes del petróleo, éstos son los sectores que conocen mejor y que han impulsado su crecimiento.

### Situación en España

En la península ibérica, la economía aún está pagando el precio de la dependencia al ladrillo. En 2013 el sector inmobiliario no solo está en parálisis, sino que se autodestruye a medida que avanza la reestructuración bancaria. No ha sido hasta la mitad de 2012 cuando el sector financiero se ha visto obligado a destapar y afrontar la realidad de sus balances que, como contrapartida aflora diferentes oportunidades de inversión.

En 2012 el montante total de inversión fue de 21.000 millones de euros, con un 50% concentrado en tres operaciones de gran volumen, dos de las cuales podrían encajar en el perfil de inversores institucionales extranjeros. La primera, la compra de la madrileña Torre Picasso<sup>5</sup> por 400 millones de euros, propiedad de la constructora FCC, por parte de Pontegadea Investments, propiedad de Amancio Ortega, fundador de Inditex. La segunda operación fue la venta de la antigua sede del Santander en Madrid por 215 millones de euros al grupo inmobiliario español Villar Mir. Y por último, las 439 oficinas de Caixa Bank vendidas al grupo Carso, del mexicano Carlos Slim, por 430 millones de euros.

Esta fotografía muestra dos de los atributos actuales del sector. Primero, la presencia de los family office locales como actores principales. Su conocimiento más profundo del mercado y la visión a largo plazo por encima de los fundamentales, les permite ajustar el riesgo y así el precio, dejando sin opción a los grupos internacionales. Estos últimos, ante la falta de referencias de precios por la iliquidez del mercado y su visión del escenario microeconómico desde una plaza extranjera acaban, lógicamente, ponderando el riesgo al alza. La segunda tendencia es la incorporación de actores latinoamericanos, acaparando el 22%<sup>6</sup> de las operaciones en el 2012. Salvando las distancias, lo podríamos comparar al de los fondos árabes en la capital británica. El factor

<sup>3</sup> Fuente: ESADegeo con datos del Sovereign Wealth Fund Transaction Database, 2013.

<sup>4</sup> Fuente: Bocconi Sovereign Investment Lab.

<sup>5</sup> Transacción realizada el 31 de diciembre de 2011.

<sup>6</sup> Fuente: Savilles.

## 9. Fondos soberanos y sector inmobiliario

cultural, junto con el idioma y marcos jurídicos más próximos favorecen este perfil de inversor.

La actividad de los fondos soberanos mediante inversión directa en la península ha sido muy escasa y nada visible por sus pactos de confidencialidad. Recogemos algunos de los casos más destacados de los que ha habido noticia. El primer caso del que tenemos constancia<sup>7</sup> fue ADIA en el 1994, que adquirió la sede de IBM en Madrid con una rentabilidad del 6,5% cuando los prime yields eran del 7,5%; BNP Paribas RE (antes Atisreal) asesoró la operación. El mismo activo pertenecía a uno de los vehículos de inversión de Morgan Stanley en marzo de 2013. En este mismo año el fondo de Abu Dhabi tenía al menos 3 propiedades más, dos de ellas de producto comercial adquiridas al fondo que las promovió (ING Real Estate), y una tercera de oficinas en Sant Cugat (Barcelona) que compró a través del asset management de AXA Real Estate en 2006. También debemos mencionar el caso de Aabar, un holding de inversión de ADIA, que financió parte de la compra de un paquete de deuda, 200 millones de libras, del Royal Bank of Scotland contraída por el grupo irlandés PropInvest al adquirir la Ciudad Financiera del Santander. La estrategia del grupo árabe es poder optar a la propiedad valorada en 2.300 millones de euros en caso de impago de los propietarios actuales, con problemas de liquidez desde el 2011. Según fuentes del sector, esta operación podría concretarse en 2013 a pesar de su alta exigencia jurídica. Y, por último, destacaríamos Port Tarraco (Tarragona), adquirido en 2011 por Qatari Diar, el brazo inmobiliario de QIA, por 64 millones de euros, con el fin de establecer una base náutica para su flota de recreo en el Mediterráneo.

El bajo volumen de inversión directa en nuestro territorio se debe a distintas razones. La más importante es el mismo mercado. El universo de productos inmobiliarios de perfil core de gran volumen, más de 100 millones de euros, y ya de por sí de poca rotación, es muy limitado. Los existentes, tanto en oficinas como comercial representan la joya de la corona de muchos portafolios locales, ralentizando aún más su rotación.

Sin embargo, la reciente operación de Qatari Diar en el hotel W de Barcelona –conocido como “la Vela”– puede iniciar un cambio de tendencia en este sentido. El brazo inmobiliario de Qatar Holding ha adquirido el hotel por 200 millones de euros. Los propietarios, empresas del sector de la construcción como OHL, FCC, Comsa-Emte y BCN Godia, tenían participaciones del 25% cada uno. La operación fue anunciada el pasado mes junio. Los detalles de la transacción todavía no han trascendido. Supone una de esas operaciones que puede situar a Barcelona y Madrid en el foco de las carteras de los fondos soberanos, ahora que despierta su apetito por el sector inmobiliario.

<sup>7</sup> Fuente: Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007 - Doctorando: Joaquín J.Piserra.

El caso de inversión indirecta es más difícil de valorar. Las posibilidades simplemente son infinitas. El ejemplo más reciente lo encontramos en Puerto Venecia de Zaragoza, el centro comercial más grande de España en su inauguración a finales del 2012, promovido al 50% entre Orion Capital y Britishland. La firma británica tiene como inversores de referencia a dos fondos soberanos, el noruego NBIM y el Government of Singapore Investment Corporation (GIC). En mayo de 2012, sus participaciones eran del 5,02% y 4,73% respectivamente. En el segundo trimestre de 2013, Britishland puso en venta su participación y gestión del centro por 150 millones de euros en su estrategia de replegarse hacia su mercado doméstico. El fondo noruego, tal como comentamos en el capítulo dedicado a España y Latinoamérica, en mayo del 2013 participaba en el accionariado de 69 empresas españolas, entre las que encontramos Meliá Hoteles con un 2,40% y NH Hoteles con un 2,04%, además de la mayor parte de las grandes constructoras.

### Perfiles de los fondos soberanos

Para clasificar el comportamiento de los fondos soberanos en el sector inmobiliario utilizaremos dos ejes. El primero determina su estrategia inversora entre las tres categorías ya explicadas: core, value-added y oportunista. En segundo lugar, la consistencia en la toma de decisiones de inversión en función de los criterios de mercado y bien común<sup>8</sup>, teniendo en cuenta la singularidad de este perfil de activos.

Los activos inmobiliarios se pueden tocar y ver, incluso disfrutar. Por ello ha habido decisiones de inversión alejadas de la razón puramente económica y que han acabado definiéndose como patrón de inversión para el gran público dada su repercusión mediática. Ha ocurrido tradicionalmente con los fondos soberanos de estados no democráticos, en los que la última decisión depende en determinados casos de la voluntad de una persona y no de un órgano de decisión democrático y racional, alejando el patrón visible de comportamiento del fondo de los fundamentales de mercado. En muchas de estas ocasiones existe una dimensión de “activos trofeo” que debe incluirse en la ecuación. Por el contrario, países con mayor cultura democrática y transparencia dificultan las decisiones discrecionales de determinados gobernantes o grupos de poder, que en ocasiones se alejan de la lógica de mercado y o el bien común de la comunidad.

En cuanto a la estrategia de inversión, el uso de una u otra está muy ligado al mercado en el que actúan y al perfil de su economía doméstica. Algunos países emergentes han apalancado su crecimiento económico en sus fondos soberanos, lo cual se traduce

<sup>8</sup> Hemos tomado como referencia tanto el nivel de democracia del país según el Democracy Index de The Economist Intelligence Unit<sup>8</sup>, como el nivel de control de la corrupción según el World Bank<sup>8</sup>, ponderando los percentiles respectivos al 50%. Consideramos que una mayor puntuación garantiza una estrategia enfocada al bien común, alejando las decisiones de los intereses individuales.



en la construcción de un gran número de infraestructuras y desarrollos urbanos. Para los fondos soberanos de mercados maduros, su objetivo ha sido la diversificación de cartera utilizando principalmente los mercados financieros, sin necesidad alguna de promover actuaciones urbanísticas en sus economías, salvo casos puntuales.

Aunque es cierto que muchas de estas estrategias oportunistas en economías emergentes no encajarían en la definición clásica por la ausencia de un apalancamiento real o búsqueda de un retorno no financiero, cada vez más, los fondos soberanos están ofreciendo más transparencia en determinados vehículos de inversión de perfil más operativo y menos estratégico, permitiéndoles acudir a los mercados en busca de capital, ya sea mediante una emisión de bonos o una oferta pública de acciones. Estas acciones confirman la sofisticación creciente en sus esquemas financieros, a la vez que les obliga a tomar decisiones regidas por criterios de mercado.

En 2013, el comportamiento tradicional de un fondo soberano en inversión directa: estrategia core en mercados maduros y oportunista sólo en los domésticos, ya no es factible. Los fondos soberanos de países emergentes, en su carrera por la diversificación y búsqueda del retorno, a medida que aumentan su tamaño y adquieren experiencia en el sector y se saturan sus mercados domésticos, se atreven a saltar al exterior replicando las estrategias de promoción que tanto les ha funcionado en sus economías. Hoy están realizando actuaciones urbanísticas impensables 15 años atrás, cuando su mayor apuesta fuera del mercado doméstico era la renovación de un inmueble sin cambiar el uso.

En el mapa global identificamos los fondos árabes y los del sudeste asiático junto con los noruegos como los de actividad más visible en 2012. De ellos, los malasio y árabes tienden cada vez más a coinvertir afrontando retos comunes por su cercanía cultural (ambos de religión musulmana). En total existen 35<sup>9</sup> países declarados musulmanes que poseen fondos soberanos y existe una tendencia creciente a utilizar instrumentos de finanzas islámicas en las operaciones, tanto en inversiones directas como indirectas mediante fondos inmobiliarios no listados.

En el caso concreto de Malasia, con aproximadamente dos tercios de la población musulmana y con el mayor y más estructurado mercado de finanzas islámicas, Kuala Lumpur se está convirtiendo en un *hub* de negocios y turismo del mundo árabe para dar el salto al resto de Asia. Catar, en especial, se ha posicionado en la plaza mediante desarrollos urbanísticos de gran calado; el próximo, la futura construcción del primer hotel Harrods en Kuala Lumpur. Otro ejemplo es el centro comercial Pavilion en el centro de la misma ciudad, del que Qatar Holding fue el promotor junto con socios locales después de comprar su participación a Kuwait Finance House

<sup>9</sup> Fuente: Fletcher.tufts.edu- Lawrence-Islamic Sovereign Wealth.

(KFH), que opera según principios islámicos y está bajo el control de KIA con el 10% de participación. Pero sin lugar a dudas, la nueva estrella es Abu Dhabi, quien había intentado entrar en la plaza mediante Mubadala y Aldar, pero no consolidó su interés hasta mayo del 2013, con su holding soberano Aabar, formalizando una joint venture de 1.000 millones de dólares con el fondo soberano local 1MDB para desarrollar, entre otros, un nuevo distrito financiero y comercial en la capital de la península asiática.

Al sur de Malasia encontramos Singapur, la bien llamada Europa de Asia, con sus dos fondos soberanos, GIC y Temasek, con un 12 y 7% de exposición<sup>10</sup> al sector inmobiliario, respectivamente. GIC, el mayor de los dos, tiene un enfoque global, con más de 200 propiedades en más de 30 mercados diferentes, incluyendo en su cartera participaciones en las principales empresas cotizadas. Su vehículo de inversión en el sector es GIC Real Estate. Por su parte, Temasek mantiene aún un enfoque regional, con tan solo el 22% de sus activos<sup>11</sup> fuera de Asia en 2010. Actúa más como fondo de inversión y desarrollo económico, y mantiene bajo su cartera un listado de empresas inmobiliarias especialistas en ámbitos diferentes, algunas de ellas cotizadas. Cabe destacar Capitaland, de la que posee el el 41%<sup>12</sup>, y una de las líderes de la región con 58 centros comerciales en China, entre otros activos. También debemos mencionar Mapletree, de la que Temasek tiene pleno control, con cuatro REITs en su cartera especializados en el mercado asiático; el último fue presentado en abril de 2013 y cuenta con la participación del fondo soberano noruego.

En el mismo continente, también destacamos el fondo chino CIC, que inició su aventura inmobiliaria en el 2010 con el objetivo de alcanzar el 5% de producto inmobiliario en su cartera. Hasta marzo de 2013 contaba con inmuebles en Londres, París y Frankfurt, entre otros. Sus inversiones comprenden todo el rango de productos posibles. El paseo "asiático" termina con el coreano Korea Investment Corporation (KIC) que, según palabras en 2010 de su CEO Scott E. Kalb<sup>13</sup>, estudiaba entrar en Latinoamérica e India así como ampliar su cartera china. A finales del 2012 el inmobiliario representaba un 1,6% de su cartera<sup>14</sup> con un monto total de 911 millones de dólares, y tenía el objetivo de alcanzar el 10% entre el periodo 2015 y 2020.

Recordemos una vez más que se estima que la inversión directa tan solo representa un 40-50% del total. La inversión indirecta realizada mediante participaciones en fondos inmobiliarios representaría un 30-40%, con una mayor preferencia por los fondos que siguen estrategias de value-added y oportunistas. El uso de fondos para

<sup>10</sup> Fuente: IREERS 2010, Kuala Lumpur.

<sup>11</sup> Fuente: Temasek.

<sup>12</sup> Fuente: Capitaland- 40.8% Feb.2013.

<sup>13</sup> Fuente: The KIC's Chief Investment Officer, , 2010. Fetgatter, James A. Chief Executive, AFIRE. Personal Interview. 5 April 2013 / Sovereign Wealth Funds: Encouraging Foreign Investment in U.S. Real Estate - Christopher Stanhope DiBitetto Real Estate Capstone MPRE 950-02, GeorgeTown University.

<sup>14</sup> Fuente: KIC 2012 –Annual Report / CEO Presentation.

## 9. Fondos soberanos y sector inmobiliario

canalizar sus inversiones se realiza bajo la lógica de diversificación, tanto geográfica como de producto y estrategia, y así aprovechar oportunidades en mercados a los que no tienen acceso o conocimiento suficiente. Sin lugar a dudas, la participación de los diferentes fondos soberanos en firmas financieras, como CIC mediante su 12,5% en Blackstone Group y el 9,8% en Morgan Stanley, les ha permitido una mayor colaboración entre ellos. El mejor ejemplo sucedió en 2011, cuando las necesidades de caja en Morgan Stanley obligaron a deshacer en cartera deuda hipotecaria japonesa con un fuerte descuento, vendiéndolo por 1.100 millones de dólares a Blackstone, gracias al apoyo financiero de CIC. Estas alianzas entre este perfil de actores son cada vez más frecuentes.

A continuación analizamos el comportamiento de tres fondos representativos de posiciones extremas, según los ejes mencionados al inicio de esta sección, y que además corresponden con los de más actividad en 2012 y 2013.

### Noruega y su democracia perfecta

El funcionamiento del fondo soberano Noruego es el mejor ejemplo de transparencia y buen gobierno así como de cultura democrática, donde el fin último del bien común de sus ciudadanos se antepone los intereses individuales.

Desde que en 2008 decidiesen mediante votación parlamentaria exponer un 5% (27.500 millones de euros <sup>15</sup>) de su cartera al sector inmobiliario, se inició una estrategia pública para llevar a cabo su objetivo argumentando, entre otras, tres razones clave: diversificación de riesgo, búsqueda de mayores rentabilidades en activos menos líquidos y asegurar la capacidad de compra internacional. La gestión del fondo, el Government Pension Fund Global, está cedida al Norges Bank Investment Management (NBIM), la unidad de gestión de activos del banco central noruego. NBIM ha estructurado un equipo interno de profesionales para gestionar la nueva unidad inmobiliaria.

Hasta la entrada en el inmobiliario mediante inversiones directas el fondo trataba tan solo con activos financieros, basando toda toma de decisiones en criterios puramente racionales y numéricos siguiendo benchmarks de índices internacionales, junto a lógicas de sostenibilidad y responsabilidad social corporativa. Con la entrada en esta nueva clase de activos mediante inversión directa, donde la gestión no es tan sencilla ni la información tan perfecta, han estructurado un proceso donde prima el criterio de racionalidad financiera por encima de cualquier otra premisa, a la vez que se limita y controla el poder de decisión individual de forma democrática. Es el parlamento quien, en última instancia, aprueba la estrategia de inversión como los límites de tolerancia para cada

tipo de activo, ante quien NBIM debe rendir cuentas numéricas una vez al año a través del ministro de finanzas.

El mandato inmobiliario incluye no solo inversión directa sino también acciones, instrumentos remunerados en empresas cotizadas y no cotizadas, así como participaciones en fondos de inversión especializados. En definitiva, cualquier instrumento que da derechos sobre un terreno y edificios existentes. La exposición era en marzo del 2013 del 0,9%, aunque ésta sólo incluía las inversiones directas, tal como veremos más adelante. Dado el montante que NBIM maneja para invertir en el sector inmobiliario (un 5% de su cartera supone 37.000 millones de dólares y como hemos comentado en otros capítulos del informe, podría aumentar hasta el 10% en los próximos 10 años) así como su perfil financiero, diseñaron una estrategia en torno a dos ejes: por un lado, inversiones de bajo riesgo y diversificación geográfica y de producto, por el otro. Así, tal como demuestran las operaciones llevadas a cabo, los activos core serán los pilares de la cartera, con un objetivo del 50%. Los objetivos para las estrategias *value-added* y oportunista son del 30 y 20%, respectivamente.

Siguiendo con sus patrones de actuación, el producto core debe estar distribuido de forma global, bajo el límite de que ningún país exceda el 10% del peso, excepto los Estados Unidos, Francia y el Reino Unido, que pueden alcanzar el 35%. Actualmente ya ha alcanzado el objetivo europeo y se encuentra desarrollando el mercado americano, con el que pretende alcanzar el 30%. Para las operaciones *value-added* y oportunistas el criterio no es la globalidad, sino identificar los mercados nicho que permitan desarrollar esa oportunidad.

Analizando el tipo de producto, tendríamos el límite individual de 60% para oficinas y comercial, y 30% para industrial, con un límite de 15% para promoción, es decir, desarrollo de producto. Asimismo, el apalancamiento de su cartera estará limitado a un ratio global del 50%, y nunca superior al 70% en operaciones individuales. El objetivo de NBIM es alcanzar un retorno neto en su cartera inmobiliaria que iguale como mínimo el Investment Property Databank (IPDs) Global Property Benchmark, excluyendo Noruega y ajustándolo según el impacto del apalancamiento y los costes de gestión. Cualquier otra consideración no financiera será excluida de la toma de decisión.

Como hemos mencionado con anterioridad, la inversión directa no representa la exposición total de los fondos al sector. También debemos incluir las participaciones en empresas cotizadas y REITs, así como fondos de inversión. El benchmark que NBIM utiliza para estructurar su cartera de equity se basa en el FTSE Industry Group Financials que incluye tanto "Real Estate Investment & Services" como REITs. A comienzos del 2013 éstas últimas representaban un 3,5% y 2,5% de su cartera equity respectivamente, no considerándolo parte de su estrategia inmobiliaria. Si analizásemos

<sup>15</sup> Fuente: NBIM - Total assets in First Quarter 2013: 4,182 billion kroner.

la estructura accionarial de las primeras 20 empresas inmobiliarias de cada continente, veríamos como NBIM está presente de forma significativa en la mayor parte de ellas, con excepción, hasta la fecha, de Estados Unidos, debido a las diferencias de criterios para la cotización.

Las operaciones que el fondo noruego ha ejecutado hasta el primer trimestre del 2013 encajan perfectamente con su mandato, en el que como ya hemos mencionado únicamente se valora el ratio riesgo/retorno de la operación, es decir, como una operación financiera más. Además, en los ejemplos siguientes veremos cómo se apoya en otros socios inversores, especialistas en cada tipo de producto, a los que cede la gestión. Es decir, NBIM tan solo hace de medio pulmón financiero.

Hasta marzo de 2013, las operaciones del fondo noruego son:

- **2010:** su primera inversión directa en The Crown State Partnership en Londres, con una entrada del 25%, estructurando un esquema de hasta cinco empresas con el objetivo de limitar el riesgo de la inversión a los propios vehículos y evitar reclamación alguna llegase al fondo matriz, como es práctica habitual en el sector.
- **2011:** En julio entraron en Alemania gracias a la *joint-venture* creada con AXA Real Estate para la adquisición del 50% de una colección de siete activos prime de oficinas y comercial en París valorado en 1.400 millones de euros, y a la que siguió a finales del 2011 una segunda coinversión al 50% de una cartera de 290 millones de euros.
- **2012:** La misma estrategia fue seguida con Generali Group en julio del 2012, adquiriendo otra vez el 50% de su cartera en París: 5 activos de primera clase por 275 millones de euros. En el último trimestre de 2012 diversificó en producto, adquiriendo el 50% del centro comercial Meadow Hall en el Reino Unido, por 393 millones de euros, el restante 50% está en manos del promotor Britishland, quien realiza la gestión del activo. También en el último trimestre de 2012 entró en el mercado suizo. Lo hizo con una estrategia completamente diferente, utilizando la fórmula de “sale&lease back” a 25 años con opción a 15 más, adquiriendo el 100% de la sede de Credit Suisse por 1.000 millones de francos suizos. La existencia de un solo arrendatario a 25 años eliminó prácticamente la necesidad de gestión, lo que permitió a NBIM hacer frente a esta operación sin socio alguno. Acababa el año 2012 con operaciones junto a AXA Real Estate con la adquisición de dos propiedades de oficinas en Alemania (Berlín y Frankfurt) por 410 millones de euros, repartiéndose cada activo al 50%.
- **2013:** el año en que NBIM ha dado un salto cualitativo importante. En primer lugar con la adquisición del 50% de la plataforma logística de Prologis por 2.400 millones de euros, con 195 activos en 11 países europeos, entre ellos España. La inversión permitió al vendedor afrontar pagos y reducir su pasivo. Y

finalmente, la esperada entrada en Estados Unidos. A través de una joint-venture con el fondo americano TIAA-CREF (en la que participa en un 49,9%) han adquirido inmuebles por valor de 1.200 millones de dólares. Se trata de cuatro edificios de oficinas en Nueva York, Washington DC y Boston. La selección del mercado americano como segunda zona después de Europa, se debe principalmente a su gran similitud con el mercado europeo, en términos de madurez y transparencia. El volumen de esta primera inversión confirma la intención de que Estados Unidos represente un 30% de su cartera inmobiliaria.

### Catar y los gobiernos personalistas

Catar y sus vehículos de inversión son el mejor ejemplo de los fondos con rasgos personalistas. La principal característica de estos fondos soberanos es que independientemente del nivel de profesionalización del equipo gestor, en este caso elevada, la voluntad del gobernante puede pesar en determinadas situaciones más que cualquier otra consideración, a veces vestida de branding nacional pero otras veces motivada por cuestiones tan solo personales. El resultado es una cartera de activos internacional mucho más vistosa en cuanto a singularidad arquitectónica dado que buscan mediante la inversión posicionarse tanto en la plaza como en la boca y mente de los locales.

En el caso de Qatar Investment Authority (QIA), con una elevada exposición al sector inmobiliario (estimada<sup>16</sup> como el 32% de su cartera en 2012), debemos incluir otras variables en sus criterios de inversión más allá del beneficio y branding nacional. Son estrategias políticas y comerciales que afectan a su actividad principal, la producción y exportación de gas y petróleo. Algunas de las decisiones de inversión inmobiliaria en mercados políticamente inestables solo pueden ser explicadas bajo esta óptica. Como ejemplos mencionaremos los desarrollos urbanísticos en Palestina, Sudán y Yemen, donde además del papel de mediador que Catar está jugando para pacificar los territorios y dar estabilidad a la región, también debemos incluir intereses en yacimientos petrolíferos por explotar en los dos últimos países.

Las decisiones en Europa no están exentas de esta misma lógica “comercial”. Por ejemplo, el atractivo por Londres es doble. En primer lugar por ser el safe-haven de referencia y, en segundo lugar, por la condición del Reino Unido de cliente estratégico. Las cifras siguientes lo muestran con claridad, los británicos fueron receptores en 2011 del 21% de las exportaciones de gas natural licuado del Emirato, representando el 86% del total importado. Francia, Italia, España representan un 13%. Recientemente, Grecia se ha unido a la lista de compradores a la vez que Catar comprometía inversiones en el país heleno.

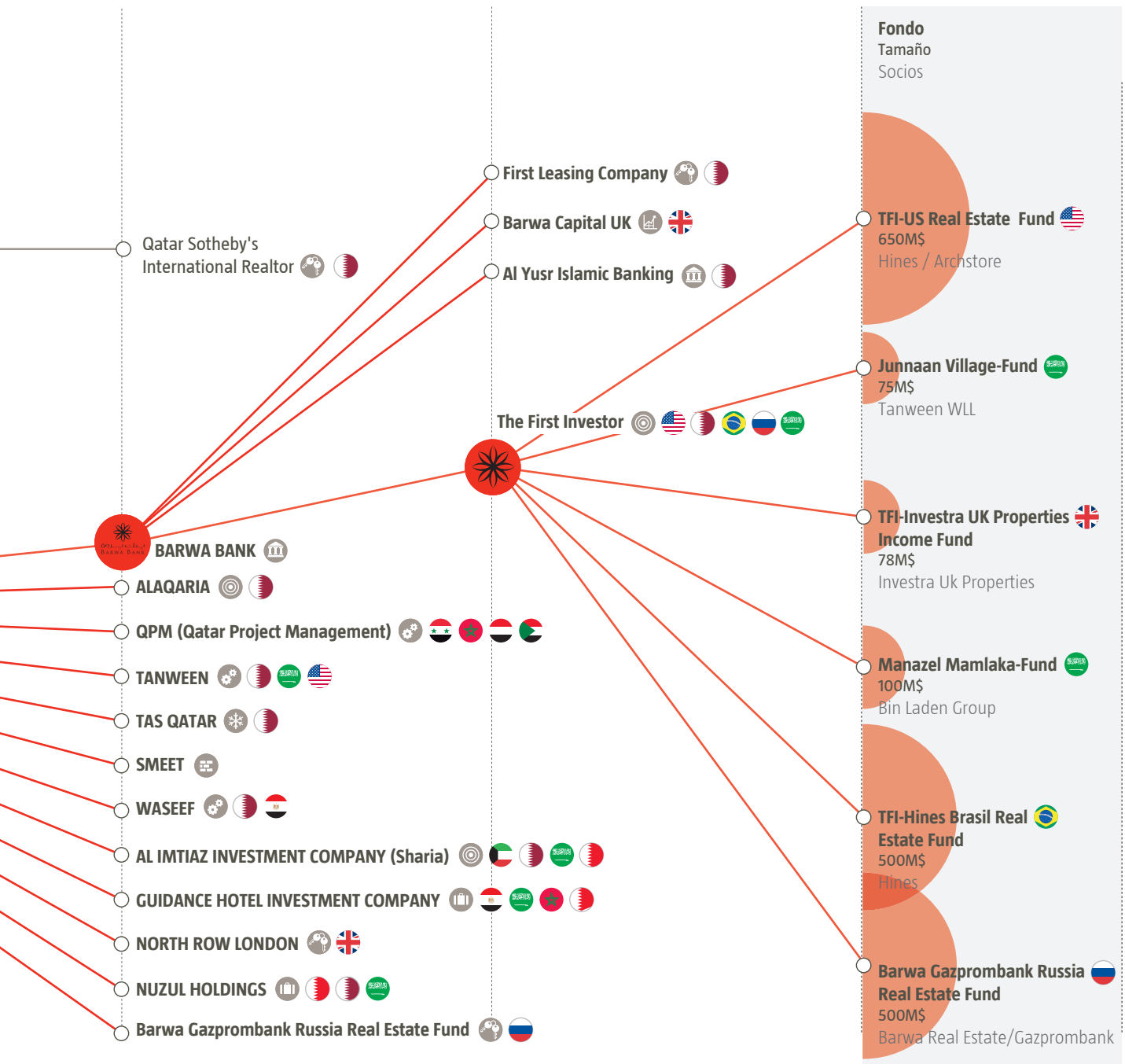
<sup>16</sup> Fuente: Preqin 2012.



### Vehículo 3

### Vehículo 4

### FONDOS



## 9. Fondos soberanos y sector inmobiliario

QIA utiliza dos vehículos visibles para su expansión inmobiliaria internacional, son Qatar Holding y Qatari Diar, que si bien están estructurados con equipos de gestión diferentes, comparten además de la fuente de financiación principal un último fin común, la prosperidad de Catar bajo el mandato del Emir, por lo que resulta difícil establecer en muchos casos líneas claras de separación entre los intereses de unos y otros más allá de los operacionales.

Qatar Holding, del que cuelga una cartera global multisectorial con inversiones estratégicas para el país en activos ya existentes, es usado como cuña de entrada para posicionarse posteriormente en un sector o plaza mediante nuevos vehículos empresariales. Una estrategia que hemos contemplado es que Qatar Holding adquiere el activo por transformar y, posteriormente, Qatari Diar, como brazo inmobiliario, diseña, financia y gestiona el desarrollo, en solitario o mediante joint-ventures con empresas locales. Otra estrategia es la entrada con participaciones significativas en el capital de empresas inmobiliarias para después facilitar el acceso de Qatari Diar a sus desarrollos, como hizo con la británica “SongBird Estates”, para tomar control sobre “The Canary Wharf Group”, promotora y gestora de la City londinense. Además, también ha entrado en el capital de empresas líderes en construcción participando en sus consejos, lo que le permite facilitar y velar por los intereses de las joint-ventures de la empresa en el emirato, como sería el caso con la alemana Hochtief o con la francesa Vinci (en este caso a través de Qatari Diar). Además, Qatar Holding tiene en su cartera el centro comercial británico Harrods y sobre todo el grupo hotelero Katara Hospitality, de los que hablaremos más adelante.

Por su parte, Qatari Diar tiene un perfil más operacional ya que empezó su carrera en 2005 como promotor-constructor; se creó con el objetivo de convertirse en el motor inmobiliario de los proyectos domésticos y se ha erigido ya, tanto en mercados maduros como emergentes, como uno de los actores globales a tener en cuenta. En enero del 2012 su capitalización, apoyada por una emisión de bonos garantizados por el estado de Catar, era de 4.000 millones de dólares y contaba con 49 proyectos en desarrollo o planeados que sumaban un total de 35.000 millones de dólares. A diferencia de otros fondos soberanos, su *leitmotiv* es la creación de valor a través de desarrollos urbanísticos singulares de gran complejidad y volumen. El mejor ejemplo es la nueva Lusail City de Catar: 38km<sup>2</sup> de desarrollo urbanístico con capacidad para 500.000 personas, y de la que Qatari Diar es la locomotora. A nivel internacional y a menor escala, también debemos mencionar el “Washington DC City Center” en y el rascacielos “The Shard” en Londres, a los que ha facilitado la financiación además de gestionar el desarrollo.

Además de las diferencias en cuanto al fin que persigue, Qatari Diar se distingue por su cadena de valor, mucho más compleja y

extensa, que se apoya en otros vehículos propios, participados o del grupo, que permiten expandir las líneas de negocio en todo el espectro de servicios inmobiliarios. Qatari Diar, en 8 años ha creado un universo de empresas especialistas en cada eslabón de la cadena, desde el mismo diseño de proyectos, hasta la financiación, desarrollo, construcción y gestión y venta de producto acabado, consiguiendo un alto grado de integración horizontal y vertical -en menor medida- en sus proyectos locales. Tendencia que seguirá creciendo considerando todo el pipeline de proyectos inmobiliarios y de infraestructuras públicas proyectado hasta el 2020, que suma un total de 195.000 millones de dólares<sup>17</sup>.

Gran parte de estos vehículos especialistas de Qatari Diar se encuentran bajo el paraguas de Barwa Real Estate Group, empresa inmobiliaria cotizada de la que controla el 45%, y en la que identificamos todo el abanico de servicios necesarios para desarrollar la actividad inmobiliaria. Cuenta con empresas dedicadas a la financiación (Barwa Bank), facility management (Waseef), project management (QPM), proveedores de productos de la construcción (Smeet), comercialización (Sotheby’s), y un largo etcetera hasta llegar a una de las más estratégicas, la banca de inversión (The First Investor), bajo la que se estructuran diferentes fondos inmobiliarios de real estate internacionales regulados por la ley Sharia; uno de los últimos creado en 2012 para invertir en el mercado brasileño, como explicaremos más adelante.

En definitiva, Qatar Holding y Qatari Diar, representan la punta de lanza en la internacionalización de la industria inmobiliaria del Emirato. El alto nivel de integración alcanzado a nivel local, no es replicable en mercados maduros y más alejados como el europeo o americano, pero sí que ha encontrado espacios en los mercados árabes, menos desarrollados pero más cercanos culturalmente. En los primeros, los occidentales, su actividad se centra en servicios de alto valor añadido como financiación, planeamiento urbanístico y project management.

Durante 2012 y hasta febrero del 2013, el emirato de Qatar –independientemente del vehículo utilizado– invirtió en multitud de nuevos proyectos a nivel internacional, convirtiéndose en el 6º mayor inversor del mercado de oficinas en Europa en 2012 con un total de 782 millones de euros<sup>18</sup>. Como hicimos con NBIM, vemos algunas de las operaciones realizadas en este periodo y que nos aportaran un mayor entendimiento de sus patrones de actuación en el ámbito internacional. Son las siguientes:

- **Febrero de 2012.** Qatari Diar invirtió 517 millones de dólares para adquirir la sede de Credit Suisse en Londres, en el Canary Wharf, mediante un lease back hasta el año 2034. Se trata de un producto core. Para entender la operación debemos recordar que Qatar Holding tiene un 6% de Credit Suisse, además de un 27%

<sup>17</sup> Fuente: NBK Bank.

<sup>18</sup> Fuente: [www.propertyeu.info/index-newsletter/swfs-dominate-big-office-deals-in-2012](http://www.propertyeu.info/index-newsletter/swfs-dominate-big-office-deals-in-2012)

de SongBird Estates PLC, que a su vez es propietaria al 69% y gestora de Canary Wharf Group. Esta última firmó en 2011 una joint venture con Qatari Diar para el *redevelopment* de Shell Centre, en el que se encuentra la sede Shell International, en el mismo centro de Londres. Para ello ambas firmas invirtieron un total de 489 millones de dólares en una concesión administrativa del terreno a 99 años. No solo la inversión, sino también el desarrollo del proyecto será compartido, que concluirá con la construcción de 2 edificios de uso mixto y 6 residenciales. Qatar Holding se hizo en París con el centro comercial La Fayette por 500 millones de dólares, que acompañará en su cartera a Harrods (Londres), Sainsbury (UK), Pavilion y Fahrenheit (Kuala Lumpur).

- **Marzo de 2012.** The First Investor (TFI), brazo inversor de Barwa y Barwa Bank, de la que Qatari Diar es el principal inversor con un 45% de su capital, cerró el TFI-Hines Brazil Income Real Estate Fund con un total de 500 millones de dólares, y realizó su primera inversión adquiriendo el Sao Paulo World Trade Centre complex. Se trató del primer fondo inmobiliario close-ended de Brasil estructurado bajo la Sharia Compliance.
- **Abril de 2012.** Qatar Holding pasó del 14,3 al 100% de propiedad de uno de los enclaves más lujosos del Mediterráneo, Costa Smeralda, en la isla italiana de Cerdeña, vendida por Colony Capital. El precio final, que no se ha hecho público, incluía la obligación de hacer frente a deudas de 200 millones de euros. El enclave comprende 5 hoteles de lujo además de un puerto con 700 amarres, la marina de Porto Cervo y el Pevero Golf Club. El grupo catari tiene planes de inversión en desarrollos urbanísticos de 1.000 millones de euros en los próximos 7-10 años, entre los que se incluye doblar la capacidad hotelera hasta las 900 camas -siempre en el segmento del alto lujo- así como un parque de ocio y una escuela de Turismo.
- **Julio de 2012,** Qatari Diar inauguró las obras de su primer resort de lujo en Túnez, The Tozeur Desert Resort, que supondrá un desembolso de 89 millones de dólares para la región, y que consolida su apuesta por el desarrollo turístico del Norte de África. Su desarrollo más importante se está llevando a cabo en El Cairo, el llamado Nile Corniche, desarrollo urbanístico mixto de 464 millones de dólares que incluirá un Hotel St. Regis además de oficinas y residencial.
- **Agosto de 2012,** Qatar Holding adquirió el 22% de CITIC Capital Holdings Ltd, un private equity chino con base en Hong Kong del que también participa CIC con un 31,3% y que gestiona más de 4.400 millones de dólares, y en cuyo último fondo inmobiliario participó Temasek. Además, en el mismo mes Qatari Diar firmó una joint-venture con el Ministerio de Turismo de Omán para desarrollar tres complejos turísticos de uso mixto incluyendo un puerto deportivo.
- **Diciembre de 2012,** compra en los Champs-Élysées de París, adquiriendo el famoso cabaret Lido por 100 millones de euros, que incluye además un complejo de oficinas. También en diciembre relanzaba Qatar National Hotel Company (QNHC) bajo un nuevo nombre: Katara Hospitality. El grupo cuenta actualmente con 24 hoteles y resorts (operados o bajo desarrollo) en 8 países y con la visión de ampliar su cartera hasta los 60 hoteles en el año 2030. Para entender las cifras, es importante mencionar que su internacionalización se inició en el 2006 con la compra de Renaissance Sharm El Sheikh Golden View Beach Resort en Egipto, y que solo 10 de los 25 alojados en su cartera se encuentran en Qatar. Su apuesta por Europa buscando iconos de arquitectura clásica ha sido contundente y en 2013 entran en funcionamiento el Royal Savoy Lausanne, Excelsior Hotel Gallia Milan y The Peninsula París, junto con el impresionante Bürgenstock Resort Lake Lucerne en Suiza en 2015. Además de Europa, también están presentes en Islas Comoros, Marruecos, Egipto, Singapur y Tailandia. Su apuesta se basa en transmitir la imagen del Emirato en todo el mundo a través de sus hoteles, apostando siempre por el lujo más alto, junto al respeto de las raíces históricas y culturales.
- **Enero de 2013** presentó el proyecto de su primer hotel de la marca Harrods situado en el centro de Kuala Lumpur, al que seguirán uno en Londres y otro en Cerdeña. Esta acción confirma la estrategia de posicionar la marca Harrods, icono del lujo y del servicio al cliente, en lo más alto del sector hotelero. La aventura, una joint venture de 626 millones de dólares, será un desarrollo urbanístico completo que incluirá también oficinas, centro comercial y residencial proyectado para 2018. Su socio en el proyecto, Jerantas Sbh, se encuentra también de forma indirecta bajo control catari a través del joint-venture creado para desarrollar el centro comercial Pavilion en la misma ciudad.
- **Febrero de 2013,** amplió su cartera de Constellation Hotels Ltd. a través de la compra de 4 hoteles de lujo en Francia (París, Niza y Cannes) a la firma Groupe du Louvre, subsidiaria de Starwood Capital, por un valor aproximado de 750 millones de euros. La gestión de los activos se trasladará a Hyatt, con su correspondiente cambio de nombre. La operación se estructuró con el único apoyo de la banca de inversión catari QInvest, perteneciente a Qatar Islamic Bank de la que QIA controla el 10%, que a su vez obtuvo la financiación del alemán Aereal Bank y Qatar National Bank, del que QIA también controla el 50%.
- **Marzo de 2013,** amplió su cartera, con la compra de London Park Lane Hotel de InterContinental Hotels Group por 302 millones de libras, quien seguirá asumiendo la gestión del activo integrándose en la cartera de Katara Hospitality como su primer hotel en la capital británica.



## 9. Fondos soberanos y sector inmobiliario

### Malasia y las democracias emergentes

La democracia en Malasia no es como la noruega, pero representa un elemento clave para entender este emergente. En Malasia se dan, entre otras, tres particularidades que conviene señalar. La primera es la existencia de petróleo en sus aguas. La segunda es que Malasia dispone de una pirámide poblacional perfecta, muy joven y con una base muy sólida. Y la tercera, Malasia es el primer productor de aceite de palma y caucho del mundo. El gobierno tiene la visión de convertirse en un estado desarrollado en el 2020. Para ello, ha diseñado un plan dividiendo el país en cinco zonas de desarrollo económico. Cuenta con dos fondos que se nutren del petróleo, un fondo de inversión semipúblico y de fondos de pensiones nacionales, de diferente naturaleza, con importantes excedentes de caja dada la juventud de la población.

El primer fondo soberano de Malasia se creó en 1993, el Khazanah Nasional. Gestiona 28.000 millones de dólares bajo un holding empresarial-industrial que aglutina todo un grupo de empresas de sectores clave para el funcionamiento del país, incluyendo la sanidad, agricultura, banca o telecomunicaciones, hasta 15 sectores diferentes, entre los que se incluye el inmobiliario. Dentro del inmobiliario, destacamos uno de sus vehículos de inversión, Iskandar Investment, que representa el motor de un nuevo e importante desarrollo urbanístico, dada su situación estratégica y sus dimensiones, en la frontera con Singapur y que triplica la extensión del país vecino. Los intereses inmobiliarios de Khazanah implican capital internacional, por lo que se apoya en otros fondos soberanos con intereses en la región para invertir y participar en el desarrollo. Mantiene con Temasek su relación más estratégica. Las joint-ventures creadas junto a Temasek buscan desarrollar conjuntamente proyectos en Iskandar y Singapur. Los dos fondos soberanos ejecutan la diplomacia para que el resto de empresas bajo su tutela puedan intervenir en cada etapa del proyecto. De ellas mencionaremos Capitaland y Mapletree en el lado de Singapur, y UEMLand (bajo Khazanah Nasional) en el lado malasio. Iskandar representa una nueva era en sus históricamente maltrechas relaciones. Ambos se benefician del proyecto común: por un lado, la península puede apoyarse en la vigorosa economía de sus pequeños vecinos para desarrollarse; por el otro, la isla necesita de áreas de expansión por la falta de territorio libre, y de costes más reducidos, que permitan incrementar aún más la competitividad de sus empresas.

El siguiente fondo soberano es 1MDB. Creado en 2009 bajo la tutela del Ministerio de Finanzas. Tiene un perfil más estratégico y menos operativo, escogiendo tan solo los sectores de futuro para el país: energía, agricultura, turismo e inmobiliario. De los tres desarrollos urbanísticos que ocupan su cartera el más importante es el nuevo centro financiero de Kuala Lumpur, "Tun Razak Exchange". Un desarrollo conjunto con el fondo soberano árabe Aabar para un

nuevo distrito que incluirá producto comercial, residencial y oficinas materializado en una joint venture de 3.000 millones de dólares firmada en abril de 2013.

A continuación encontramos Permodalan Nasional Berhad (PNB), un fondo de inversión estatal que gestionaba, en septiembre de 2012, 62.600 millones de dólares de dinero público e inversores privados exclusivamente malasios. Invirtió, entre otros activos, en todas las empresas nacionales cotizadas con el fin de salvaguardar los intereses de la nación. Su exposición en el inmobiliario internacional la empezó en el 2010 en Australia, comprando el Santos Palace en Brisbane por 291 millones de dólares. Se estrenó en Europa en diciembre del 2011 comprando el 1 Silk Street en Londres por 350 millones de libras. A principios de 2012 amplió su cartera londinense con dos activos más, el One Exchange Square, sede del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo y 90 High Hoborn, ambos por 500 millones de libras, lo que lo convirtió el mayor inversor de oficinas en la ciudad en cómputo anual. Además, a través de su vehículo PHNB cuenta con PNB REIT, de 407 millones de dólares, invirtiendo en el mercado local.

En el caso de los fondos de pensiones, el fondo más activo es el Employees Provident Fund (EPF), bajo el Ministerio de Industria y Comercio Internacional (MITI), que en el 2010 disponía de 1.500 millones de dólares para invertir en inmobiliario en el Reino Unido. También ha realizado operaciones en Australia, tanto de forma directa como a través de fondos de inversión, y tiene el objetivo de alcanzar un 23% de exposición al sector. Sus actuaciones internacionales, aunque se realizan bajo el mandato de su dirección, se ejecutan mediante el MITI junto con asesores de Khazanah Nasional.

El siguiente fondo es Tabunj Haji Fund, de naturaleza islámica y bajo tutela del Ministerio de Finanzas. Su primera inversión en Londres fue en 2012, operando bajo criterios islámicos y apoyándose en la firma kuwaití-británica GateHouse. Otros vehículos son Lembaga Tabung Tantera y KWAP, ambos bajo la tutela del Ministerio de Defensa. Este último fondo, con un target de 3% de exposición al inmobiliario, tiene una joint venture con EPF para invertir conjuntamente en el Reino Unido. Sus primeros pasos internacionales en el sector también han sido, como en los casos anteriores, en Australia, invirtiendo en dos edificios de oficinas con un 6% de retorno. El primero en Melbourne en 2010 y el segundo en Sidney en 2011. KWAP también participa en el CIMB-Mapletree Real Estate Fund y es uno de los mayores accionistas del primer REIT islámico para producto industrial, el Axis Real Estate Investment Berhad.

Además de las inversiones mediante estrategias defensivas que estos fondos han realizado en Londres, hay una operación que se convertirá en un nuevo hito: se trata del proyecto "Battersea Park", un icono arquitectónico industrial adquirido en 2012 para su



reconversión para uso residencial. El proyecto está en manos de un consorcio de empresas malasias: el fondo antes mencionado EFP (20%), la promotora-constructora SP Setia (40%) y la división inmobiliaria Sime Darby (40%). Las dos últimas empresas aunque son cotizadas, se encuentran bajo tutela del gobierno, en el caso de SP Setia, a través de PNB que poseía el 51% a mediados del 2012. El control de la multinacional Sime Darby, uno de los mayores holdings del país, y el mayor productor global de aceite de palma, se realiza a través de empresas del Ministerio de Finanzas.

Podemos afirmar que Malasia y sus fondos han venido a Europa para quedarse.

### Retos y oportunidades

Todas las estimaciones que se realizan sobre el impacto en el sector inmobiliario basados en la nueva configuración de sus carteras indican que el peso del inmobiliario podría llegar a representar el 10%. Este hecho, junto con el crecimiento constante de su capacidad de inversión, los sitúa como jugadores privilegiados en el nuevo tablero global en cualquiera de las posiciones.

El activo core es el producto que la mayoría de los fondos buscan para formar el núcleo de sus carteras. La oferta de este tipo de activos puede pronto escasear y su rentabilidad seguirá castigada. Hay dos factores que afectan al mercado en estos momentos: por un lado, hay un bajo número de nuevos desarrollos por la falta de crédito; por otro lado, aún se sigue creando oferta por la necesidad de liberación de pasivo. Sin embargo, ambos factores se moderan por la cada vez mayor presencia de fondos institucionales y soberanos en el mercado, que crecen a un ritmo superior a la creación de oferta. Los productos se hacen así aún más escasos y concurridos. Una vez que los activos son adquiridos por fondos soberanos sin horizonte de inversión alguno, será más difícil que vuelvan a estar en el mercado. Inversores con otro perfil consideran una desinversión por cambios en el entorno económico pero, en este caso, si el activo es de calidad, su sensibilidad a corto-medio plazo será nula.

Entrevemos que los fondos soberanos se verán obligados a desplazarse hacia posiciones más expuestas, tanto mediante inversión directa, implementando estrategias innovadoras que exigen de una mayor sofisticación en su gestión, como indirectas, aumentando su posición en fondos inmobiliarios especializados.

Hay multitud de oportunidades más allá de los mercados maduros. A medida que los mercados más cercanos a ellos implemente medidas para mejorar su transparencia, se posicionarán muy rápidamente en el mapa inmobiliario de los actores globales, como ha sido el caso de Brasil y Turquía, con los fondos soberanos árabes

y asiáticos invirtiendo en sus centros comerciales y oficinas gracias a una mayor seguridad jurídica reciente.

Tomando una visión global, el futuro en 2013 pasa por Asia. China e India suman 2.400 millones de personas, Indonesia 242, Bangladesh 144, Filipinas 94, Vietnam 87 y Tailandia 69. Ninguna otra zona en el mundo concentra tal densidad de población y crecimiento económico a la vez que demanda en consumo. Los fondos soberanos no son ajenos a estas cifras, y los que están en mejor posición para afrontar el reto son los establecidos en Singapur, tanto por su proximidad y comprensión de estos mercados, su mayor aceptación del riesgo, así como el alto grado de profesionalización de sus estructuras. Hemos visto como en un REIT de Temasek enfocado al mercado asiático, ha participado el fondo Noruego como uno de los inversores ancla. Estas alianzas serán cada vez más comunes.

A los fondos soberanos con menor experiencia en el sector no les queda otra opción que asociarse con otro actor especialista, sobre todo en economías emergentes donde prima la falta de transparencia y se hace imprescindible disponer de palancas de confianza a nivel local para garantizar el éxito.

Si hablamos de especialistas y negocios nicho, debemos mencionar otra vez GIC. Al igual que en 2005 entró en residencias universitarias ampliando el negocio inmobiliario en mercados maduros hacia un espacio de servicio fuera del puro hotelero, podemos imaginarnos que podrían presentar oportunidades similares, por ejemplo en el nicho de los trasteros.

A medio plazo es el sector financiero el que ofrece mayores opciones de inversión. Si consideramos que su desinversión del sector aún está en sus inicios —un estudio de Morgan Stanley apunta que a finales del 2012 los bancos habían alcanzado el 20-25% de sus objetivos— aún quedaría un periodo de 4-5 años para deshacer sus posiciones actuales<sup>19</sup>, que incluyen además de las propiedades, un mercado de deuda que cada día crece en interés. Hoy en día gran parte de los mayores fondos de inversión están apuntando en esta dirección y los fondos soberanos cogerán sin duda posiciones en ellos.

Pero sin duda la mayor oportunidad, sobre todo considerando el párrafo anterior, es la de sustituir a los bancos en el apoyo a los promotores e inversores, tanto mediante vehículos mixtos de inversión como con nuevos instrumentos financieros no bancarios. Tenemos por tercera vez el ejemplo reciente de GIC en el Reino Unido, que asociándose con Laxfield Capital, especialistas en financiación inmobiliaria, han iniciado la comercialización de una línea de crédito al promotor británico valorada en 1.000 millones de libras. Estrategia similar a la que inició en 2012 en India

<sup>19</sup> Fuente: Banks Deleveraging and Real Estate-Blue Paper - Morgan Stanley Nov 2012

## 9. Fondos soberanos y sector inmobiliario

apoyando a promotores locales. Otro ejemplo de mayor magnitud y diferente naturaleza es el ya mencionado de KIA en “Hudson Yards” en Manhattan, proyecto que estaba paralizado desde el inicio de la crisis financiera por falta de crédito. El alto grado de tolerancia como su largo horizonte de inversión junto a la ausencia de necesidades de financiación, los convierte en los socios ideales. En la coyuntura actual de debilidad financiera, cuando los instrumentos de financiación tradicional del sector están limitados, los fondos soberanos se están posicionando como la nueva fuente de capital, los nuevos caballeros blancos del sector inmobiliario.

### Oportunidades en España

Si realizamos un análisis de las principales operaciones directas por los fondos soberanos a nivel global, llegaremos a tres conclusiones: El tamaño importa, la calidad importa, y el mercado importa. Inversiones de más de 100 millones de euros, con arrendatarios de bajo riesgo (Triple A) y en plazas con un mercado inmobiliario de gran liquidez. La realidad es que ahora mismo en España podemos contar con los dedos de las manos las posibilidades que cumplen con el primero requisito. En el segundo, aumentaríamos el número de candidatos, sobre todo en Madrid. Pero finalmente chocaríamos de frente con la falta de liquidez, es decir con un número elevado de operaciones.

El principal problema de estos activos es su escasez, lo que los convierte en activos estratégicos en cada uno de las carteras que sustentan y sus propietarios no se desprenden de ellos salvo extrema necesidad, como fue el caso ya explicado de la constructora FCC con la Torre Picasso en Madrid. Lo cierto es que en España todo el parque inmobiliario está en venta, pero las expectativas de vendedores y compradores siguen alejadas. Sobre la timidez y falta liquidez. Quizá la operación en el Hotel W facilite un cambio en las actitudes que hasta ahora han dirigido las negociaciones en España.

Al inversor internacional no le sirven las referencias de precios de inversores locales. Lo que desean es ver al resto de competidores internacionales apostando por el mismo número, les da confianza. En nuestro mercado falta que un inversor de referencia dé este paso y encienda la mecha. Hay ciertos aspectos que invitan al optimismo. En primer lugar la subida contra todo pronóstico del mercado de inversión europeo el primer trimestre del 2013 a pesar de los malos datos económicos que refleja la zona euro. En segundo lugar, el resurgir de los fondos oportunistas durante los pasados años, con Barcelona y Madrid en el punto de mira. Y finalmente, el ajuste que se está produciendo en el sector financiero que propicia la posibilidad de que aumente la financiación al sector inmobiliario en un futuro. Paralelamente los bancos se están desprendiendo de sus activos inmobiliarios reduciendo su exposición al sector, proveyendo de interesantes oportunidades al inversor extranjero.

Cada vez queda menos para que el mercado haga “click”. ¿Cuándo ocurrirá? Nadie lo sabe, pero lo que es cierto es que hay apetito. El precio del m<sup>2</sup> del mercado de oficinas de Barcelona es tres veces inferior al de París ofreciendo una rentabilidad del 6,5%, muy superior a los demás mercados *prime* europeos. Madrid y Barcelona no son Londres, Nueva York o Tokio pero aún así son las plazas fuertes del sur de Europa junto con Milán. Y debemos recordar que España sigue siendo la 5ª economía europea.

Si pensamos en el perfil de los fondos soberanos, España quedaría definida en su mapa como una oportunidad singular, un nicho, y deben estar preparados para adaptar su estrategia a este escenario lleno de oportunidades. Pero lo más importante y lo primero que deben hacer, es contar con el apoyo de equipos locales. Serán los únicos capaces de gestionar toda la compleja fase de creación de valor.

Además del atractivo de algunos activos hoteleros de lujo en Barcelona y Madrid. Las mejores oportunidades se encuentran en la transformación, es decir, en un cambio de uso, sobre todo en la primera plaza dado su empuje turístico. Hablamos sobre todo de administraciones públicas y entidades financieras que están obligadas a reducir tanto su pasivo como su exposición al sector. Disponen de edificios icónicos emplazados en zonas prime que podrían ser de gran atractivo para transformarlos tanto en hoteles como centros comerciales. Aunque esto mismo vale para buena parte de las empresas cotizadas y no cotizadas.

Un caso real se ha dado en Madrid, en el mismo corazón de la capital, con el complejo Canalejas. La antigua sede de Banesto supondrá una inversión de 500 millones de euros por parte del grupo Villar Mir para desarrollar una galería comercial y el primer hotel de la cadena americana Four Seasons en la ciudad.

Podríamos pensar que la misma actuación se podría repetir en Barcelona de manos de un fondo árabe para promover un centro comercial enfocado al alto lujo para el turismo de crucero. ¿Quizás un nuevo formato de Harrods en Plaça Catalunya? ¿O quizás un hotel boutique en Via Layetana o Passeig de Colón? La reciente apertura de nuevas licencias en la zona que rodea el corazón histórico de Barcelona permite imaginar un hecho similar. Barcelona y más concretamente el eje del Paseo de Gracia se está convirtiendo en destino de turismo de alto poder adquisitivo como confirma la alta ocupación del Hotel Mandarin Oriental, así como el interés de nuevas cadenas del mismo segmento por instalarse en la vecindad.

Además tenemos las Islas Baleares. El operador de Dubai Holding, Jumeirah, ya gestiona un hotel en Solle, Mallorca, con capital alemán. Otro desarrollo similar, esta vez con capital árabe, no sería descabellado. Debemos recordar que el Emir de Catar ha comprado recientemente una isla en Grecia y ha establecido Puerto Tarraco (Tarragona) como su base marítima en el Mediterráneo. Mallorca y Barcelona están en el radar. A día de hoy el capital chino se muestra más interesado por la plaza balear y el árabe por la capital catalana.

También debemos recordar que España tiene un gran número de operadores internacionales con presencia en Latinoamérica y poco o nada presentes en los mercados asiáticos o árabes, salvo excepción de una de las dos cotizadas, Meliá International y NH Hoteles. Latinoamérica, y más concretamente el Caribe, carece de interés turístico para los grupos asiáticos, pero quizá el capital árabe podría ser una opción, dado que ya ha mostrado interés en él. Katara Hospitality dispone de una licencia para desarrollar un complejo hotelero en la isla de Cayo Largo, en Cuba. La experiencia de los hoteleros españoles en el Caribe puede ser un activo muy valioso, especialmente la de Meliá Hoteles para un perfil de cliente más alto.

En cuanto a lo público, la SAREB se ha convertido en la mayor empresa inmobiliaria de Europa. También ofrecerá multitud de opciones de inversión una vez que el producto quede clasificado. Sin embargo, dada la heterogeneidad de los activos, la única opción para un fondo soberano será la de identificar un buen equipo local que tenga un profundo conocimiento del mercado con el que apostar fuerte. Una alternativa puede ser la inversión en los diferentes fondos privados especializados en compra de activos reales o paquetes de deuda.

Finalmente podemos imaginar oportunidades más nicho y enfocadas a private equity, como sería el caso de la empresa Aykos<sup>20</sup>, de Barcelona. Una ingeniería con tecnología de edificación modular enfocada a hoteles de alta gama y hospitales por quién la líder francesa Saint-Gobain ha apostado. El futuro de la edificación, y más en productos de alta calidad en economías emergentes pasa obligatoriamente por este modelo de fabricación industrial y podría convertirse en una de las líneas de negocio más innovadoras de los promotores globales. ADIA entró en 2012 en los sectores de sanidad y inmobiliario en India ¿Por qué no imaginar que Mubadala se convirtiese en su proveedor de módulos prefabricados para sus hospitales mediante una fábrica de tecnología española instalada en los Emiratos Árabes?

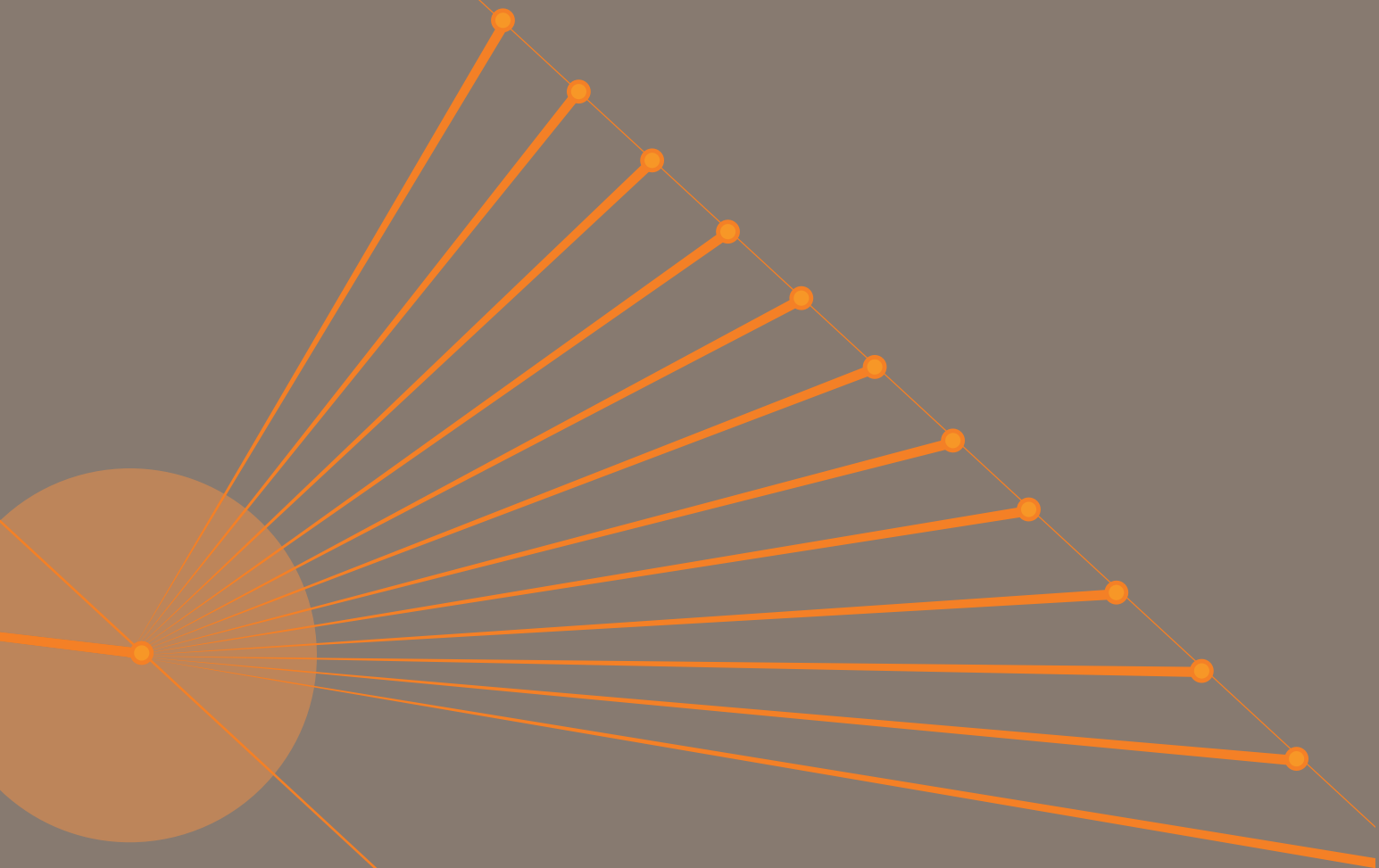
En definitiva, España ofrece un universo de oportunidades nicho para aquellos fondos soberanos que sean capaces de flexibilizar su estrategia para aprovecharlas. Que se atrevan a ser diferentes.

---

<sup>20</sup> [www.aykos.com](http://www.aykos.com)



# Anexo. Ranking ESADEEgeo Fondos soberanos 2013



## Anexo. Ranking ESADEgeo - Fondos soberanos 2013

Tabla 1

### Ranking ESADEgeo - Fondos soberanos 2012

| Ranking | Fondo Soberano                                    | Activos gestionados (MMS) | País                            | Fundación |
|---------|---|---------------------------|---------------------------------|-----------|
| 1       | Government Pension Fund Global                    | 715,00                    | Noruega                         | 1990      |
| 2       | SAMA Foreign Holdings                             | 676,30                    | Arabia Saudí                    | 1952      |
| 3       | State Administration of Foreign Exchange (SAFE)   | 589,50                    | China                           | 1997      |
| 4       | China Investment Corporation                      | 500,00                    | China                           | 2007      |
| 5       | Abu Dhabi Investment Authority                    | 450,00                    | EAU                             | 1976      |
| 6       | Hong Kong Monetary Authority Inv.                 | 326,00                    | Hong Kong (China)               | 1993      |
| 7       | Kuwait Investment Authority                       | 290,00                    | Kuwait                          | 1953      |
| 8       | Government of Singapore Inv. Corp.                | 220,00                    | Singapur                        | 1981      |
| 9       | Temasek Holdings                                  | 198,00                    | Singapur                        | 1974      |
| 10      | National Social Security Fund                     | 178,90                    | China                           | 2000      |
| 11      | Qatar Investment Authority                        | 135,00                    | Catar                           | 2005      |
| 12      | Samruk-Kazyna ^                                   | 101,50                    | Kazajstán                       | 2008      |
| 13      | Dubai World                                       | 100,00                    | EAU                             | 2006      |
| 14      | National Wealth Fund                              | 86,72                     | Rusia                           | 2008      |
| 15      | Western Australia Future Fund                     | 85,10                     | Australia                       | 2004      |
| 16      | Revenue Regulation Fund ^                         | 77,00                     | Argelia                         | 2000      |
| 17      | Investment Corporation of Dubai ^                 | 70,00                     | EAU                             | 2006      |
| 18      | Mubadala Development Company PJSC                 | 65,30                     | EAU                             | 2002      |
| 19      | International Petroleum Investment Company        | 65,10                     | EAU                             | 2000      |
| 20      | Libyan Investment Authority                       | 62,96                     | Libia                           | 2006      |
| 21      | Kazakhstan National Fund                          | 62,00                     | Kazajstán                       | 2000      |
| 22      | Korea Investment Corporation                      | 56,60                     | Corea del Sur                   | 2005      |
| 23      | Alaska Permanent Fund                             | 45,00                     | EEUU – Alaska                   | 1976      |
| 24      | National Development                              | 42,80                     | Irán                            | 2011      |
| 25      | Brunei Investment Agency                          | 39,00                     | Brunei                          | 1983      |
| 26      | Khazanah Nasional Berhad                          | 39,00                     | Malasia                         | 1993      |
| 27      | State Oil Fund of Azerbaijan (SOFAZ)              | 34,30                     | Azerbaiyán                      | 1999      |
| 28      | Texas Permanent School Fund                       | 28,80                     | EEUU – Texas                    | 1854      |
| 29      | Strategic Investment Fund ^                       | 25,80                     | Francia                         | 2008      |
| 30      | New Zealand Superannuation Fund                   | 23,17                     | Nueva Zelanda                   | 2001      |
| 31      | National Investment Corporation                   | 20,00                     | Kazajstán                       | 2012      |
| 32      | New Mexico State Investment Council               | 17,30                     | EEUU – New Mexico               | 1958      |
| 33      | Alberta Heritage Savings Trust Fund               | 16,80                     | Canadá                          | 1976      |
| 34      | National Pensions Reserve Fund                    | 15,20                     | Irlanda                         | 2001      |
| 35      | Fondo de Estabilidad Económica y Social (FEES) ^  | 14,80                     | Chile                           | 2007      |
| 36      | Timor-Leste Petroleum Fund                        | 12,90                     | Timor Oriental                  | 2005      |
| 37      | Bahrain Mumtalakat Holding Company BSC            | 11,10                     | Bahréin                         | 2006      |
| 38      | Emirates Investment Authority                     | 10,00                     | EAU                             | 2007      |
| 39      | Abu Dhabi Investment Council                      | 10,00                     | EAU                             | 1999      |
| 40      | Russian Direct Investment Fund                    | 10,00                     | Rusia                           | 2011      |
| 41      | Dubai International Capital                       | 10,00                     | EAU                             | 2004      |
| 42      | State General Reserve Fund                        | 8,20                      | Omán                            | 1980      |
| 43      | Fondo de Estabilización Fiscal ^                  | 7,10                      | Perú                            | 2011      |
| 44      | Permanent Wyoming Mineral Trust Fund              | 6,30                      | EEUU – Wyoming                  | 1974      |
| 45      | Fondo de Reserva de Pensiones                     | 5,80                      | Chile                           | 2006      |
| 46      | Pula Fund ^                                       | 5,30                      | Botswana                        | 1994      |
| 47      | Fundo Soberano de Angola                          | 5,00                      | Angola                          | 2012      |
| 48      | Sovereign Fund of Brazil                          | 5,00                      | Brasil                          | 2008      |
| 49      | China-Africa Development Fund                     | 5,00                      | China                           | 2007      |
| 50      | Zimbabwe SWF                                      | 4,90                      | Zimbabue                        | 2012      |
| 51      | Heritage and Stabilization Fund                   | 4,70                      | Trinidad y Tobago               | 2000      |
| 52      | Italian Strategic Fund ^                          | 4,30                      | Italia                          | 2011      |
| 53      | Public Investment Fund                            | 3,90                      | Arabia Saudí                    | 2008      |
| 54      | 1Malaysia Development Fund Bhd (1MDB)             | 3,20                      | Malasia                         | 2009      |
| 55      | Mauritius Sovereign Wealth Fund                   | 3,00                      | Mauricio                        | 2010      |
| 56      | Alabama Trust Fund                                | 2,20                      | EEUU – Alabama                  | 1985      |
| 57      | Ras Al Khaimah (RAK) Investment Authority         | 2,00                      | EAU                             | 2005      |
| 58      | Fonds de Stabilisation des Recettes Budgétaires ^ | 1,64                      | República Democrática del Congo | 2005      |
| 59      | Idaho Endowment Fund                              | 1,40                      | EEUU – Idaho                    | 1969      |
| 60      | Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico ^       | 1,30                      | Mexico                          | 2000      |

| Ranking | Fondo Soberano                                      | Activos gestionados (MM\$) | País                  | Fundación |
|---------|---|----------------------------|-----------------------|-----------|
| 61      | Nigeria's Sovereign Wealth Fund                     | 1,00                       | Nigeria               | 2011      |
| 62      | Western Australia Future Fund                       | 1,00                       | Australia             | 2012      |
| 63      | North Dakota Legacy Fund                            | 0,90                       | EEUU – North Dakota   | 2011      |
| 64      | Fondo para la Estabilización Macroeconómica (FEM) ^ | 0,80                       | Venezuela             | 1998      |
| 65      | Colombia Sovereign Wealth Fund                      | 0,70                       | Colombia              | 2011      |
| 66      | Palestine Investment Fund                           | 0,70                       | Palestina             | 2003      |
| 67      | State Capital Investment Corporation                | 0,60                       | Vietnam               | 2006      |
| 68      | Sovereign Fund of the Gabonese Republic ^           | 0,40                       | Gabón                 | 1998      |
| 69      | Revenue Equalization Reserve Fund                   | 0,40                       | Kiribati              | 1956      |
| 70      | Government Investment Unit ^                        | 0,30                       | Indonesia             | 2006      |
| 71      | National Fund for Hydrocarbon Reserves ^            | 0,30                       | Mauritania            | 2006      |
| 72      | Fondo de Ahorro de Panamá (FAP)                     | 0,30                       | Panamá                | 2011      |
| 73      | Oil Revenue Stabilization Fund (ORSF)               | 0,15                       | Sudán del Sur         | 2008      |
| 74      | Fund for Future Generations ^                       | 0,08                       | Guinea Ecuatorial     | 2002      |
| 75      | Ghana Stabilization Fund ^                          | 0,06                       | Ghana                 | 2011      |
| 76      | Human Development Fund ^                            | 0,05                       | Mongolia              | 2008      |
| 77      | National Investment Fund ^                          | 0,04                       | Siría                 | 2012      |
| 78      | Ghana Heritage Fund ^                               | 0,014                      | Ghana                 | 2011      |
| 79      | Permanent Fund for Future Generation                | 0,009                      | Santo Tomé y Príncipe | 2004      |
| 80      | Stabilization Fund ^                                | 0,003                      | Mongolia              | 2011      |
| 81      | Oman Investment Fund                                | N/A                        | Omán                  | 2006      |
| 82      | Oman Investment Corporation                         | N/A                        | Omán                  | 2005      |
|         | <b>Total (MM\$)</b>                                 | <b>5,625</b>               |                       |           |

Fuente: ESADEgeo (2013) 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), Ashby Monk (Institutional Investor), GeoEconómica y Preqin.

\* Este listado recoge los 82 fondos soberanos en activo en Mayo de 2013.

^ Siguiendo una definición más estricta, estos fondos soberanos quedarían excluidos 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      | Papua New Guinea SWF | N/A                        | Papúa Nueva Guinea | 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                        | Líbano             | 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     | Rwanda SWF           | N/A                        | Ruanda             | 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       |

Nota: Estos 21 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 ESADEgeo Center for Global Economy and Geopolitics.
- **Victoria Barbary**. Directora, Sovereign Wealth Center. Investigadora no residente, ESADEgeo. Center for Global Economy and Geopolitics.
- **Christopher Balding**. Profesor Asociado, HSBC Business School at Peking University Shenzhen Graduate School. Investigador no residente, ESADEgeo Center for Global Economy and Geopolitics.
- **Patrick Schena**. Profesor Asistente, Fletcher School, Tufts University Investigador y Codirector, SovereignNet, Fletcher School, Tufts University.
- **Xavier Reig**. Consejero Delgado y Cofundador, Black Capital.
- **Ellen Campbell**. Consultora Senior del Grupo de Innovación Estratégica, Booz Allen Hamilton.
- **Komal Shakeel**. Asistente de Investigación, HSBC Business School at Peking University Shenzhen Graduate School.

#### **Análisis y Coordinación**

**Javier Capapé**. Investigador, ESADEgeo Center for Global Economy and Geopolitics.

**Tomás Guerrero**. Investigador, ESADEgeo Center for Global Economy and Geopolitics.

#### **Infografías y diseño**

Samuel Granados

NIPO (papel): 726-13-031-7

NIPO (en línea): 726-13-033-8

DL: M-23126-2013





