

Fondos soberanos: nombres nuevos para conceptos viejos

Juan Ignacio Crespo*

Desde hace unos años para acá una nueva especie de fondo se ha incorporado al lenguaje común, financiero y periodístico: los *fondos soberanos patrimoniales* o *fondos soberanos* sin más, como se les abrevia habitualmente (otras veces se les llama *sovereign reserve funds*, o *fondos soberanos de reserva*). El punto álgido de presencia mediática de esta clase de fondos se alcanzó, de manera no sorprendente, en el año 2008, probablemente al calor del momento más virulento de la crisis financiera.

¿Qué tan nuevos?

La denominación de “fondo soberano” es tan nueva que, si se hace una búsqueda de esa expresión (o de su equivalente inglés, francés, alemán, italiano o portugués) en la prensa escrita de todo el mundo, no aparece ninguna referencia a ella anterior al año 2006 (para ser más precisos, sí que aparece alguna vez, pero refiriéndose a unos fondos llamados Sovereign Funds Management Ltd. que cotizaban en Australia y Nueva Zelanda). Tras ese año, las referencias proliferan muy rápidamente hasta alcanzar su nivel máximo en el año 2008, con 14.825. En 2009 y 2010, decaen hasta 7.873 y 7.222, respectivamente, aunque parece que el ritmo se acelera de nuevo en el primer trimestre de 2011, con 2.641 citas.

Se ve, pues, que la expresión “fondos soberanos” es hija de la segunda mitad de la década pasada y el que haya hecho fortuna hay que atribuírselo a la potencia que han llegado a adquirir los fondos soberanos asiáticos, al reverdecer de los petrodólares y al papel algo mítico que

siempre se le atribuye a quienes tienen dinero disponible para salir de compras.

Los nuevos *power brokers*

En el año 2007 el Instituto Mckinsey hizo público un estudio en el que hablaba de los cuatro nuevos *power brokers* o pesos pesados de la inversión internacional, que no eran otros que los nuevos “fondos soberanos” asiáticos, los petrodólares (en su segunda fase de intensa acumulación), los *hedge funds* (o fondos de inversión libre internacionales) y las empresas de *private equity* (o de capital riesgo, según la traducción algo imprecisa que suele utilizarse en España).

En una actualización de ese informe los autores concluyen que la crisis financiera no solo ha reforzado a esos cuatro poderes fácticos financieros, sino que les atribuyen un papel muy importante a la hora de ayudar, con su *músculo financiero*, a contener la crisis. Esto es coherente con el hecho mencionado más arriba de que, el año en que más se ha hablado de ellos, fue en el que la crisis financiera se mostró en todo su apogeo, 2008.

En 2007, siempre según Mckinsey, los activos financieros en manos de los gobiernos de los países asiáticos alcanzaron los 4,6 billones de dólares, de los que 3,9 billones eran mantenidos como reservas de divisas de los bancos centrales y 670.000 millones como activos de los fondos soberanos patrimoniales (o *sovereign wealth funds*). Como los criterios para asignar los recursos a cada uno de estos dos bloques, bancos centrales y fondos soberanos, son a veces algo imprecisos, no es de extrañar que esa distribución entre el patrimonio acumulado en los

* Director en Thomson Reuters.

fondos y lo que se computa más bien como reserva de divisas pueda ser diferente en otras fuentes (de hecho, en alguno de esos repartos publicados, la cifra de Mckinsey se la imputarían a uno solo de esos fondos soberanos). Tampoco hay que descartar que se esté computando, en ocasiones, más de una vez la misma cantidad.

Todo esto se explica por la fortísima subida del precio de las materias primas durante los años 2000 a 2008 (en ese período el precio del petróleo pasó de 18 a 144 dólares el barril, multiplicándose, pues, por ocho) y por los actuales desequilibrios comerciales en la esfera internacional que permitieron, a los países exportadores de materias primas o de productos manufacturados, la acumulación de elevados superávits comerciales. Parte de las reservas de divisas que el superávit comercial generaba terminaron computando como divisas en los bancos centrales respectivos, mientras que otra parte se destinó a financiar los fondos soberanos, proporcionándoles la munición para hacer nuevas inversiones.

Principal novedad que aportan los fondos soberanos

Los fondos soberanos son un invento tan viejo como son el mundo y la existencia de los gobiernos (sobre todo, desde que se empezó a separar lo que era patrimonio de los gobernantes de lo que era riqueza del Estado y, por ende, riqueza común de los ciudadanos, que debía ser gestionada y protegida). En su esencia, no se diferencian mucho de cualquier tipo de propiedad estatal.

La novedad que incorporan los que ahora son conocidos como tales fondos soberanos es que, en su caso, la riqueza que acumulan se entiende afectada o asociada al cumplimiento de una finalidad concreta: la preservación de riqueza para el futuro, bien sea para el disfrute general de futuras generaciones, bien porque se utilizará para pagar las pensiones cuando los ingresos que se obtengan de las cotizaciones sociales no sean suficientes para hacer frente a las obligaciones del sistema de la seguridad social.

Otra característica de los fondos soberanos es que los activos que tienen en cartera se supone que son fundamental, cuando no exclusivamente, activos financieros y que están segregados del resto de los activos de cualquier tipo que pudiera tener el sector público.

Demasiado dinero

El origen de la crisis financiera actual puede atribuirse a diferentes causas, pero en todas ellas subyace un ele-

mento explicativo común que los anglosajones concentran en esta expresión *"too much money chasing too few assets"* o, en su traducción al castellano, "demasiado dinero a la caza de muy pocos activos".

La enorme acumulación de patrimonio de los fondos soberanos en los años previos a la crisis no es ajena, pues, a esa situación. Como no lo es el enorme ahorro acumulado a escala mundial (fondos de inversión, fondos de pensiones, depósitos, etc.), por no hablar de la posibilidad de apalancamiento que ofrecen los productos derivados.

Ya en 2006, y consciente del poder que pueden llegar a acumular este tipo de fondos, la revista *Euromoney*, en una de las pocas menciones que de ellos se hacían en el año 2006, en un artículo titulado: "La nueva carrera armamentista" citaba a un directivo de State Street Global Advisers que proponía la creación de un club de países emergentes acreedores de los gobiernos de los países desarrollados. Y añadía que las funciones de ese club de acreedores (o nuevo Club de París) serían, desde controlar que la inflación no deteriorara el valor de esos activos, hasta las restricciones y prohibiciones que los gobiernos ponían por razones de tipo político o estratégico a las adquisiciones por parte de los fondos soberanos de activos reales en los países objeto de la inversión.

Curiosa premonición, pues, de lo que habría de llegar más tarde, en 2010 y 2011, con la crisis de la deuda pública de Grecia, Irlanda o Portugal y amenazas a la de España, Italia y Bélgica, una crisis que no parece haber terminado aún y que todo el mundo teme que pueda extenderse en algún momento a la emitida por los municipios de los EE.UU., e incluso a la propia deuda pública del Tesoro de este país.

La guerra a la que se refería *Euromoney* es obviamente una lucha, en principio, incruenta, por acceder a las inversiones rentables, en un proceso retroalimentado que puede terminar convirtiéndolas (precisamente por esa carrera en la que se hinchan los precios) en totalmente desaconsejables.

Los problemas que plantean los fondos soberanos al invertir fuera de sus países de origen pueden ser de muy diferente tipo, como diferentes son los gobiernos que finalmente controlan, de manera directa o indirecta, los criterios de inversión utilizados por ellos. Uno de los más destacados es el freno a sus inversiones por razones de tipo geopolítico: a la mayoría de los gobiernos no les gusta ver que empresas estratégicas de su país puedan terminar controladas por organismos públicos de un país diferente.

De dónde procede el dinero de los fondos soberanos

El origen de los recursos que se van acumulando en los fondos soberanos puede situarse en todas las esferas de la actividad económica. Los casos más conocidos, probablemente, lo sitúan en la renta de los yacimientos petrolíferos (tal sería el caso del de Noruega y de los de los países de Oriente Medio), pero también de cualquier otra fuente de riqueza natural en la que pueda pensarse.

El Estado puede decidir mantener una empresa pública como tal, o privatizarla y asignar los recursos obtenidos al fondo soberano o, directamente, traspasarle la titularidad de unas acciones: tal es el caso del de Australia (el llamado Fondo del Futuro), al que el Gobierno decidió aportar la parte de la empresa pública de Telecomunicaciones Telstra, que no había sido privatizada en los años noventa.

Igualmente podría nutrirse del superávit fiscal acumulado o, en su caso, del superávit obtenido por la Seguridad Social, como ha sido el caso español al constituir con él un Fondo de Reserva.

La ética de los fondos soberanos

La “ética en los negocios” es un oxímoron que en los últimos veinte años también se ha vuelto omnipresente, rindiendo, a veces, frutos concretos, y quedándose otras, quizás las más, en mera cuestión de palabras. Para los fondos soberanos originarios de países con “democracias homólogas”, ese intento de mantener unos estándares éticos para las inversiones se convierte en característica esencial. Así, es conocida la actitud que ha adoptado el fondo soberano de Noruega frente a las inversiones en acciones u obligaciones de Walmart, la empresa norteamericana de grandes superficies, tras la acusación de algunas de sus empleadas de trato discriminatorio.

En el nacimiento de alguno de los fondos soberanos se perfilaba ya el rechazo a invertir en cualquier tipo de activo ligado a empresas que no tuvieran una decidida actitud de evitar desde el trabajo infantil a la contaminación del medio ambiente, y desde la discriminación por razón de género hasta la venta de armas o la inseguridad en el trabajo. En los países democráticos es normal que los fondos soberanos tengan en sus estatutos el mandato de invertir en países o empresas que no estén implicadas en actividades que se consideren ilegales en el país de origen o que, dicho de manera más general, no respeten los derechos humanos.

Una guía para muchos de ellos es sin duda el documento en el que se plasman los Principios para la Inversión Responsable elaborados por la organización de Naciones Unidas. En la página *web* de esta organización se puede encontrar la relación de inversores institucionales que se han adherido a sus preceptos, desde el fondo de pensiones de los funcionarios de California (Calpers), hasta los fondos soberanos de Noruega, Australia o Nueva Zelanda.

Para este tipo de fondos soberanos también son extremadamente importantes, y las más de las veces requisito imprescindible, el que las empresas en las que se va a invertir puedan lucir unos buenos estándares de gobierno corporativo.

En qué invertir

Los fondos soberanos, como cualquier otro inversor institucional, tienen un destino obvio inicial para el patrimonio que acumulan: la deuda pública de los EE.UU. y la diversificación hacia la deuda denominada en euros, libras esterlina, yenes o francos suizos, replicando de ese modo la combinación de activos que ya poseen los bancos centrales con sus respectivas reservas de divisas.

Sin embargo, a los fondos soberanos se les exige más: que inviertan también en otro tipo de activos, mediante la toma de participación accionarial en empresas de los países más desarrollados, bien con el propósito de generar una corriente de dividendos (y aspirando a la revalorización de esos activos también), bien de manera que contribuyan al desarrollo más acelerado de sus respectivos países, cuando se trata de economías emergentes.

El problema con las inversiones que no se limitan a la posición conservadora de comprar deuda pública con calificación de AAA, es que pueden hacerse a contrapelo de la evolución del mercado o directamente en activos que nunca darán una rentabilidad sostenida.

Hay ejemplos tanto de lo primero como de lo segundo. Así, poco antes de que la crisis financiera comenzara, el fondo soberano chino decidió hacerse con una participación importante en BlackStone, la empresa de *private equity*, coincidiendo con su salida a cotizar en bolsa. Era el momento de las mega-operaciones, en que Carlyle, Blackstone, y otras, competían por ver quien lanzaba la OPA más abultada y en el que la prensa especializada daba ya por sentado que en poco tiempo se superarían los 100.000 millones de dólares en una sola compra. Pero, de pronto, la crisis financiera se hizo presente, y la recién cotizada acción de Blackstone perdía el 90 por 100, pasando de un

precio de salida cercano a los 40 dólares a otro que apenas llegaba a 4.

Algo parecido les pasó a los fondos árabes que compraron paquetes de acciones de diferentes bancos a lo que entonces parecían buenos precios, solo para ver poco después como la cotización se reducía prácticamente a cero.

Pero el pasado que vuelve

Y es que las experiencias del pasado a veces muestran operaciones muy alejadas de una buena gestión.

La acumulación de petrodólares de los años setenta, fruto de las dos crisis energéticas, llevó a algunos países del Golfo Pérsico a realizar compras, entre extravagantes y poco rentables, que acabaron en pérdidas enormes que impidieron que se conservara una parte de lo que estaría destinado, en un futuro lejano, a mitigar la pérdida de riqueza que habría de producirse por el agotamiento de los recursos naturales.

Aunque no fueron solo los productores de petróleo los que cometieron ese tipo de errores. También empresas de Japón, la estrella rutilante de los ochenta, terminaron haciendo inversiones en estudios de Hollywood o en el Centro Rockefeller de Nueva York, casi en la víspera misma de que se iniciara en Japón la llamada "década perdida"; errores que tienen la atenuante de que casi todo el mundo atribuía entonces a Japón la condición de semi-invincible, algo que quedó bien reflejado en el libro contemporáneo de Lester Thurow titulado *Head to Head*.

Por eso hay que desmitificar también ahora el aura de invencibilidad que tienen los fondos soberanos: gestionar cuantiosos recursos no debe confundirse con capacidad de realizar buenas inversiones, lo mismo que poder de tiro no equivale a buena puntería. Algo que, por otra parte, puede aplicarse a todo tipo de inversores institucionales, sean privados o públicos, fondos soberanos o no.

Otro ejemplo reciente de gestión de inversiones poco afortunada recibió mucha atención coincidiendo con la suspensión de los pagos de su deuda por parte de Dubai World, una de las tres grandes empresas públicas de Dubai, a finales de 2009: su intento por tomar posición en empresas norteamericanas, les había llevado a fijarse en MGM Mirage City Center, un casino en Las Vegas. En el momento de declarar la mora en sus pagos, Dubai World ya perdía la mitad del precio que había pagado por él. Algo antes también se habían topado con un obstáculo estratégico-político al intentar comprar a un competidor que operaba puertos en los EE.UU., y ser la compraventa impedida por el Congreso norteamericano.

La crisis puso todo a prueba

Curiosamente, muy poco antes de comenzar la crisis o, mejor dicho, con la crisis ya iniciada pero en un ambiente en el que nadie quería creerse lo que estaba empezando a suceder, algunos de los fondos soberanos más potentes realizaron inversiones que habrían de proporcionarles muchos disgustos apenas un año después.

Así, la China Investment Corporation compraba en diciembre de 2007 bonos convertibles de Morgan Stanley por valor de 5.600 millones de dólares. Para septiembre de 2008 acumulaban pérdidas por valor de 4.000 millones.

No mucho más afortunados fueron Corea del Sur y Kuwait comprando acciones de Merrill Lynch; o la Abu Dhabi Investment Corporation que, en noviembre de 2007, compró bonos convertibles de Citigroup por valor de 7.500 millones de dólares.

Y así se podrían prolongar los ejemplos para fondos soberanos y para fondos de pensiones.

Todo ello muestra, que los fondos soberanos, además de falibles como todos, se negaron a aceptar la inminencia e inmensidad de la crisis; algo que ya había resultado patente a mediados de agosto de 2007 con la congelación del mercado interbancario europeo, tanto en euros como en dólares. ¿De qué otra forma si no podrían explicarse esas decisiones de inversión? Aunque parece la maldición propia de las empresas con "músculo financiero": el estar condenadas a entrar en una carrera por invertir donde quiere hacerlo todo el mundo (algo parecido les sucedió a las empresas de telefonía en el año previo al estallido de la burbuja tecnológica, pujando fuerte por las licencias de 3G. También entonces, la inminente recesión acentuó el perfil irracional de la competición).

En fin, idealmente, los fondos soberanos no son sino sociedades o fondos de inversión tenedores de activos financieros propiedad del Estado; activos que éste ha segregado para poder hacer frente a obligaciones futuras que el propio Estado tiene asumidas, siendo el Fondo de Pensiones del Gobierno Noruego el modelo que todo el mundo tiende a imitar. La clave de su éxito estará, en general, no solo en el éxito de las inversiones que lleve a cabo sino en que la legislación del país deje claro que no estará sometido a los diferentes vaivenes políticos, ni a los aún más peligrosas decisiones políticas ligadas al ciclo económico; es decir, a la tentación de que lo que está destinado a satisfacer necesidades futuras termine siendo fagocitado por las del presente.