

## Fondos Soberanos y sector energético: ¿problema o solución?

*Jorge Segrelles \**

**Tema:** En este ARI se examina el especial protagonismo que están teniendo actualmente los Fondos Soberanos en los mercados financieros.

**Resumen:** En los últimos meses, los Fondos Soberanos están teniendo un especial protagonismo en los mercados financieros. Con una gran liquidez, y sin una especial aversión al riesgo, acuden al rescate de empresas afectadas por la crisis, como ha sido el caso, entre otros, de la aportación de capital de un 4,9% de Citigroup por un fondo de Abu Dhabi o la compra directa en bolsa de una cantidad de acciones entre el 1% y el 2% de Credit Suisse por el Fondo Soberano de Qatar, QIA.

Una parte importante de los Fondos Soberanos está asociada a los países exportadores de petróleo y gas. Con la reciente escalada de precios y el nuevo “nacionalismo energético”, el poder de estos fondos, y la cada vez mayor frecuencia con la que irrumpen en entidades financieras u otro tipo de empresas occidentales, empieza a despertar suspicacias. ¿Pueden llegar a ser controladas estas empresas por gobiernos extranjeros? ¿Debe restringirse la libre circulación de capitales? ¿Es necesaria una regulación específica para este tipo de fondos?

Algunos Fondos Soberanos, como GIC (Singapur), se apresuran a subrayar que son “inversores financieros pasivos a largo plazo”, poco tiempo después de haber inyectado 6.000 millones de euros en UBS y 7.000 millones de dólares en Citigroup. Dimitri Medvedev, sucesor de Vladimir Putin en Rusia, anima a utilizar el recientemente creado fondo soberano ruso de 32.000 millones de dólares en la compra de empresas extranjeras, imitando a China, para reducir la dependencia tecnológica.

En este ARI examinamos estos temas intentando buscar respuestas, o al menos tener más elementos de juicio sobre ellos.

### **Análisis:**

*¿Qué son los Fondos Soberanos?*

Los Fondos Soberanos (*Sovereign Wealth Funds*) nacen en los años cincuenta del siglo pasado, en países con altos ingresos procedentes de la exportación de recursos naturales como el petróleo (caso de Kuwait) con el objeto de diversificar el riesgo ante una eventual bajada de precios y garantizar la continuidad de ingresos para su país.

---

\* *Presidente del Instituto Superior de la Energía y director gerente de la Fundación Repsol YPF*

En realidad, los Fondos Soberanos surgen en países con un alto nivel de reservas en divisa extranjera, debido a un superávit de su balanza comercial independientemente de su origen (exportación de *commodities*, productos tecnológicos, manufacturados etc.) y siempre que ese superávit no sea necesario para un uso inmediato.

La inversión soberana (controlada por un Estado), puede clasificarse en cuatro tipos diferentes: Reservas internacionales, Fondos de pensión públicos, Empresas estatales y Fondos Soberanos. Según la definición del Departamento del Tesoro de EEUU, un Fondo Soberano es “Un Vehículo de Inversión de un Gobierno con activos en divisas extranjeras, que gestiona estos activos de forma separada de las reservas oficiales de la Autoridad Monetaria”.

El número de Fondos Soberanos y su tamaño total ha crecido de forma espectacular en los últimos 15 años. A final de 2006, se estimaba el volumen total de los Fondos Soberanos en 2,1 billones de dólares. Según Morgan Stanley, a final de 2007 alcanzaban los 3 billones de dólares, y se prevé un crecimiento sostenido hasta llegar a los 12 billones de dólares en 2015, con un papel cada vez más importante de los países asiáticos no exportadores de petróleo, debido a la política cambiaria que subvalora su divisa, actuando a la vez como un arancel a la importación y como una subvención a la exportación con un previsible gran incremento de su superávit comercial. La estimación del valor de los Fondos Soberanos es difícil dada la opacidad que existe en muchos de ellos y el valor cambiante de sus activos. Si hacemos una lista de los mayores Fondos Soberanos, los que según los distintos analistas financieros tienen un valor superior a 100.000 millones de dólares, vemos que seis países poseen Fondos Soberanos que representan el 70% del total. Excepto Noruega, el resto son países asiáticos o de Oriente Medio. Siguen a continuación, con fondos valorados entre 30 y 60 miles de millones de dólares, países como Libia, Qatar, Argelia, EEUU (Alaska), Brunei y Rusia (que ha creado en febrero de este año su fondo National Wealth Fund con 32 miles de millones de dólares, como una escisión de su fondo de estabilización).

**Tabla 1. Los seis países con mayores Fondos Soberanos**

<b>País</b>	<b>Fondo</b>	<b>Valor activos (US\$ millones)</b>
Emiratos Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority	875.000
Noruega	Government Pension Fund	330.000
Singapur	GIC	330.000
	Temasek Holding	108.000
Arabia Saudí	Varios fondos	300.000
Kuwait	Reserve Fund Future Generations	213.000
China	China Investment Corporation	200.000
Total		2.146.000

Fuente: Morgan Stanley y *Breakingviews.com*.

Desde el punto de vista de la economía occidental, o de los países de la OCDE, no resulta igual de confortable estar participado por un fondo de pensiones estatal de Noruega, con unas normas de gobierno y transparencia ejemplares, o de Oriente Medio, como Arabia Saudí o los Emiratos, con una larga tradición de inversiones en países de la OCDE, que por un Fondo Soberano de Libia, Rusia o China a los que se mira con recelo por su aún corto recorrido en la economía de mercado.

El objetivo general de los Fondos Soberanos es su rentabilidad y generalmente no acuden a inversiones de alto riesgo, aunque ya empiezan a hacer algunas incursiones en el capital-riesgo, probablemente por la gran liquidez de que disfrutan, y con la intención de aprender, pero, en economías cerradas y no claramente capitalistas, pueden convertirse en instrumentos de un gobierno, para fines distintos.

*Legislación internacional: la libre circulación de capitales, excepciones*

Veamos a continuación cómo contempla la legislación y los Acuerdos y Tratados internacionales la libre circulación de capitales, y también algunos ejemplos de cómo se han aplicado limitaciones por motivos de seguridad nacional a la entrada de capital extranjero en empresas consideradas estratégicas.

Tanto la OCDE como la UE han sido paladines de la libre circulación de capitales. El Convenio de la OCDE de 1960, en su artículo 2 (d) indica que sus miembros “continuarán sus esfuerzos para reducir o eliminar obstáculos al intercambio de bienes y servicios y pagos corrientes, y mantener y extender la liberalización de movimiento de capitales”. Este artículo se plasmó en el “Código sobre liberalización de movimientos de capital” en 1961. Los acuerdos de la OMC también consagran el libre comercio y la libre circulación de capitales (GATS).

No obstante, estos códigos y convenios no tienen fuerza legislativa y los Estados miembros pueden imponer limitaciones a las inversiones extranjeras que posibiliten el control de determinadas empresas en sectores estratégicos y/o de seguridad nacional. En el caso de empresas petroleras, hay el ejemplo de dos casos de intento de adquisición, bien por una empresa estatal (*National Oil Company*, o NOC) o por un Fondo Soberano. Independientemente del vehículo utilizado, la respuesta fue la misma en ambos casos.

A final de la década de los ochenta del pasado siglo, durante la privatización de BP, KIO (Kuwait Investment Office), controlada por KIA (Kuwait Investment Authority) adquirió un 21,6% de las acciones de BP, convirtiéndose en su mayor accionista. La Monopolies and Mergers Commission Británica (actualmente Competition Commission) alertó del peligro de fusión “en contra del interés público”, aconsejando al Gobierno británico que limitara la participación de KIO en BP al 9,9%. El Gobierno recompró en 1989 un 11,7% de las acciones.

En el año 2005, CNOOC, empresa estatal china de petróleo, lanzó una OPA sobre la petrolera estadounidense UNOCAL. El CFIUS (Committee on Foreign Investment in the United States), dependiente del Departamento del Tesoro, que se encarga de analizar y aprobar aquellas inversiones extranjeras que puedan afectar a la seguridad nacional, analizó la OPA de CNOOC sobre UNOCAL en 2005, que finalmente fue retirada.

En 2006, el CFIUS analizó la compra de P&O, operadora de puertos británica, por Dubai Ports. Aunque en este último caso el CFIUS aprobó la compra, se desató una fuerte polémica en la cámara baja de EEUU que finalmente llevó a Dubai Ports a deshacerse de la gestión de los seis puertos estadounidenses que operaba P&O.

Últimamente, sorprendió también el rechazo de la Comisión de Servicios Públicos del Estado de Nueva York a la adquisición de Energy East por Iberdrola ante los rumores de la posible entrada de EDF en el capital de ésta última. El nacionalismo energético no es patrimonio exclusivo de determinados países.

En Australia, el FIRB (Foreign Investment Review Board) es un órgano consultivo que examina las propuestas de inversiones extranjeras en Australia y asesora al Gobierno australiano. La compra de un 9% del grupo minero Rio Tinto –que cotiza en el Reino Unido y en Australia– por la compañía estatal china Chinalco, recientemente anunciada,

está siendo revisada por el FIRB. El Gobierno australiano ha publicado los seis principios que revisará para determinar si una inversión extranjera es consistente con el interés nacional australiano. Además de los habituales –sobre competencia, impacto en la economía del país o en la seguridad–, hay dos que difícilmente cumplen algunos Fondos Soberanos, como son actuar independientemente de su gobierno o estar sujeto a regulación y supervisión transparente y “adecuada” en otras jurisdicciones.

En el caso de la UE, la libre circulación de capitales es un pilar fundamental desde su constitución en el Tratado de Maastricht (art.73b) y después en el de Ámsterdam (art.56) que le sustituyó. Aunque para el caso de las inversiones entre Estados miembros es muy difícil imponer restricciones, en el caso de inversiones entre terceros y Estados miembros, los artículos 57 y 59 del Tratado de Ámsterdam permiten al Consejo Europeo imponer restricciones en determinados casos.

Así, por ejemplo, la propuesta de la Comisión Europea del 19 de septiembre de 2007, conocida como “tercer paquete legislativo” sobre mercado interno y regulación de electricidad y gas natural, establece una limitación, conocida popularmente en los medios de comunicación como “Cláusula anti-GAZPROM”, a las empresas de Estados no miembros de la UE sobre la propiedad de una participación de control en las redes de transmisión de gas y electricidad en la UE, a menos que exista un acuerdo internacional que lo permita expresamente, y deben demostrar que cumplen en su país con las mismas reglas de separación de propiedad (*unbundling*) de las actividades de producción-generación y de las redes de transmisión que se exigen en la UE.

#### *Empresas energéticas*

Como es sabido, en Europa se debate desde hace tiempo sobre los “Campeones Nacionales” del sector energético, y la falta de reciprocidad existente, que permite que una empresa participada por un Estado –como, por ejemplo, ENEL, EDF o Gaz de France– pueda adquirir una empresa de otro Estado cotizada en bolsa y sin participación estatal, mientras que lo contrario es imposible (véase la Tabla 2).

**Tabla 2. Presencia estatal en compañías europeas del sector energético**

<b>Compañía</b>	<b>País</b>	<b>Participación pública (%)</b>
ENEL	Italia	31,2
ENI	Italia	20,2
EDF	Francia	84,9
Gaz de France	Francia	79,8
Suez	Francia	0,4
Areva	Francia	87,0
Statoil Norsk Hydro	Noruega	62,5

En una reciente sentencia, el Tribunal de Justicia de la UE rechazó las restricciones que impuso España a los derechos de voto de las empresas extranjeras con participación estatal que sean accionistas de empresas del sector energético. Las reacciones en España no se han hecho esperar. Desde el presidente del Consejo de Administración de Iberdrola, que habla de “regulación asimétrica” y ha presentado una queja al Departamento de Mercado Interior de la UE por lo que considera un blindaje ilegal de EDF, hasta el vicepresidente económico del Gobierno, que dijo “que una empresa sea de propiedad pública no es una ayuda pública, pero es peor que una ayuda pública”.

Según el último *ranking* de empresas del sector de la Energía cotizadas en bolsa, publicado por PFC Energy el pasado mes de enero, la mayor empresa del sector por capitalización bursátil es Petrochina, empresa estatal, por encima de las grandes

empresas integradas como Exxon Mobil o Shell. Entre las 10 mayores hay otras tres empresas estatales: la rusa Gazprom, la china Sinopec y la brasileña Petrobras. Si se incluyeran las NOC no cotizadas en bolsa, como Saudi Aramco, National Iranian Oil Company, Abu Dhabi National Oil Company, PDVSA, Petronas y otras, sin duda ocuparían los primeros puestos del *ranking*.

Por analogía con las “siete hermanas”, compañías angloamericanas que dominaban el sector del petróleo en los años cincuenta del pasado siglo, la comentarista de energía del *Financial Times* identificaba a las “nuevas siete hermanas” entre las empresas nacionales. Estas siete empresas –Aramco, Gazprom, Petrochina, NIOC, PDVSA Petrobras y Petronas–, y en un futuro la iraquí INOC, controlan cerca de un tercio de la producción mundial de crudo y gas, y más de un tercio de las reservas totales (véase la Tabla 3).

**Tabla 3. Las nuevas “Siete Hermanas”**

	Producción		Reservas		Ingresos US\$ millones	Ratio reserv./producc.	
	Líquidos Bbl/d miles	Gas cf/d millones	Líquidos Bbl/d millones	Gas Bcf		Crudo años	Gasa años
Saudi Aramco (Arabia Saudí)	11.035	6.721	264.200	243.600	180.000	66	99
NIOC(Irán)	4.409	8.414	137.500	943.900	45.500	85	307
PDVSA (Venezuela)	2.650	2.795	79.700	152.300	85.700	82	149
Petrochina (China)	2.270	3.681	11.962	48.225	67.427	14	36
Gazprom (Rusia)	811	53.135	9.829	732.806	63.824	33	38
Petrobras (Brasil)	1.847	2.220	9.716	11.757	59.150	14	15
Petronas (Malasia)	715	5.113	7.599	105.867	44.282	29	57
INOC (Irak)	1.820	256	115.000	111.900	15.700	173	1.198
Exxon Mobil	2.523	9.251	11.229	66.907	338.992	12	20
BP	2.562	8.424	9.565	48.304	251.003	10	16
Royal Dutch Shell	2.093	8.263	5.382	39.616	306.731	7	13
Chevron	1.701	4.233	8.146	23.434	189.481	13	15

Fuente: PIW, 2006.

Con la actual tendencia de los precios del petróleo, los excedentes de reservas en divisas de los principales países productores de petróleo, con empresas estatales, pasarán a engrosar el tamaño de sus Fondos Soberanos, que pueden invertir en los países de economía libre, con más facilidad y despertando menos suspicacias que si lo hicieran directamente las NOC.

Los Fondos Soberanos, que hasta ahora han invertido en entidades financieras (Citigroup, UBS, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Credit Suisse y otros), empiezan a tener como objetivo fondos de capital-riesgo, como ha sido el caso reciente del acuerdo del fondo China Investment Corporation con la firma J.C. Flowers para crear un fondo de 4.000 millones de dólares que invertirá en instituciones financieras que estén en situación débil. También el fondo de Singapur GIC (Government Investment Corporation) va a ser el principal inversor en un fondo de capital riesgo de 6.000 millones de dólares creado por TPG (Texas Pacific Group). Las firmas de capital-riesgo, por su parte, se acercan a los Fondos Soberanos en busca de financiación para sus operaciones de LBO (compra financiada con deuda). Esto puede significar un cambio en la actitud de los Fondos Soberanos que ya no estarían dispuestos a aportar más capital a los grandes bancos, después de los recientes recortes de tipos de la Reserva Federal de EEUU, y buscan una mayor rentabilidad a sus inversiones.



Según T. Barker, editor de la columna LEX del *Financial Times*, el próximo paso podría ser la inversión directa en empresas cotizadas del sector energético, con una gran liquidez, y de un tamaño que permitiría a los Fondos Soberanos invertir importantes cantidades de dólares sin alcanzar participaciones significativas.

#### *Posiciones de EEUU y la UE*

Nos encontramos inmersos en una economía global. La economía occidental requiere en momentos como el actual el flujo de capitales desde los países exportadores de petróleo y otros bienes para darle estabilidad. Por su naturaleza, los Fondos Soberanos son inversores a largo plazo, sin endeudamiento (a diferencia de los *hedge funds*) y, por tanto, aportan estabilidad al sistema. Pero, por otra parte, son pocos los Fondos Soberanos que tienen que rendir cuentas a los ciudadanos y, por lo tanto, tienen que ser transparentes. Este sería el caso de los fondos de Noruega o Alaska, con unas reglas de gobierno claramente definidas y una gran transparencia en su gestión. Cualquiera puede consultar en su página *web* sus normas de comportamiento y el valor y la distribución de sus activos. La opacidad de la mayor parte de los Fondos Soberanos hace desconfiar de sus intenciones últimas.

Sin tener que entrar en un proteccionismo excesivo que impida la libre circulación de capitales, como apunta Robert Kimmit, secretario adjunto del Departamento del Tesoro de EEUU, probablemente la mejor solución es pactar con los países propietarios de los Fondos Soberanos unas reglas o principios de *best practices* que incluyan aspectos como:

- Basar decisiones de inversión en factores económicos y no políticos.
- Transparencia en su política inversora, control interno y gestión de riesgo.
- Competencia leal con el sector privado.
- Promover la estabilidad financiera internacional.
- Respetar las reglas del país en que invierten.

Estas *best practices* deberían ser fijadas con la cooperación de la OCDE, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Ya en octubre de 2007, Henry M. Paulson, secretario del Departamento del Tesoro, mantuvo conversaciones con los ministros de Economía del G-7 y de ocho países con Fondos Soberanos así como con altos representantes del FMI, de la OCDE y del Banco Mundial para impulsar la identificación y definición de las “mejores prácticas” que deberían seguir los Fondos Soberanos.

En las reuniones del Foro Económico Mundial de Davos del pasado mes de enero se han mantenido conversaciones para convencer a los representantes de los Fondos Soberanos de la necesidad de cumplir este código de buenas prácticas, cuyo primer borrador debería estar listo en el mes de abril. Los Fondos Soberanos se defienden, sintiéndose condenados de antemano sin presunción de inocencia, y piden que no se ponga como modelo al fondo de Noruega, cuyas exigencias de transparencia sólo pueden entenderse en el contexto de dicho país.

También la Comisión Europea ha manifestado recientemente su deseo de mantener un entorno abierto a la inversión y de poder llegar a un acuerdo, en línea con los trabajos del Fondo Monetario Internacional, sobre las reglas de transparencia y gobierno de los Fondos Soberanos. Si tal acuerdo no fuera posible no descarta establecer una normativa europea que evite la opacidad de algunos Fondos Soberanos. En una comunicación de la Comisión Europea al Parlamento y al Consejo Europeos, se propone una posición común europea, que será discutida en el Consejo de Primavera. La propuesta común final debe

estar basada en los siguientes principios:

- Entorno abierto a las inversiones, tanto en la UE como en otros lugares.
- Respaldo de organizaciones internacionales como el FMI y la OCDE.
- Uso de los instrumentos existentes en la UE y sus miembros.
- Respeto del Tratado de la CE y de los compromisos internacionales (OMC).
- Proporcionalidad y transparencia.

Consistiría en un código deontológico voluntario para los Fondos Soberanos sobre la base de los trabajos del FMI, que debe recoger principios de buen gobierno y transparencia, entre los que se incluirían los siguientes:

- Definir y separar responsabilidades en la estructura interna de gobierno de un Fondo Soberano.
- Definir la política inversora y los objetivos globales de la inversión de un Fondo Soberano.
- Autonomía de la entidad para conseguir sus objetivos.
- Revelar los principios generales de buen gobierno.
- Desarrollar políticas de gestión del riesgo.
- Revelar anualmente las posiciones de inversión, en particular para aquellas en las que hay propiedad mayoritaria de un Fondo Soberano.
- Revelar el endeudamiento y el tipo de divisa.
- Revelar el tamaño y origen de los recursos.
- Revelar la regulación en el país de origen que afecta a un Fondo Soberano.

Con esta propuesta se pretende también evitar actuaciones nacionales descoordinadas que fragmentarían el mercado interior y podrían suponer (por reciprocidad) un freno de las inversiones de los miembros de la UE en países terceros.

En un reciente trabajo publicado por el Instituto Peterson para la Economía Internacional, A. Matuszow y A. Subramanian proponen que las negociaciones multilaterales sobre las reglas de gobierno y transparencia de los Fondos Soberanos tengan lugar en el seno de la OMC, desarrollando algunos de los principios ya existentes en el GATS y en el GPA.

Es importante, por tanto, llegar a un consenso de mínimas exigencias que permita mantener el flujo de capitales y reducir los temores a intenciones políticas ocultas. Por otra parte, el control interno y la gestión del riesgo en los Fondos Soberanos evitarían volatilidad en las posiciones de los Fondos Soberanos, ayudando así a la estabilidad del sistema financiero.

En cualquier caso, cada país, siempre dentro de las normas de las organizaciones internacionales a que pertenece (OCDE, UE), puede en determinados sectores estratégicos o de seguridad nacional imponer limitaciones específicas, pero sólo en casos excepcionales.

**Conclusiones:** Como conclusión, podemos decir que las inversiones de los Fondos Soberanos, cuyo volumen en el futuro llegará a ser muy importante (superior a las reservas mundiales oficiales de divisas), dentro de una economía globalizada, pueden ser un factor de estabilidad para los mercados financieros internacionales, siempre que respeten unas mínimas reglas (que, por otra parte, hasta ahora respetan en su mayoría).

Hasta ahora las empresas en las que han invertido los Fondos Soberanos han resultado beneficiadas, pero la falta de transparencia y estructuras de control despierta inquietud. Si, como hace Australia, se dictan reglas individuales, se corre el riesgo de que las inversiones vayan a otros países menos proteccionistas. Lo más conveniente es profundizar en el estudio dirigido por el Fondo Monetario Internacional, e identificar las reglas mínimas a cumplir por los Fondos Soberanos con el objetivo de acercarse en la medida de lo posible a las reglas del Fondo Noruego.

Pero quedan aún abiertas varias incógnitas. Cuando la crisis financiera actual quede superada, ¿se verán con buenos ojos las crecientes inversiones de los Fondos Soberanos en el sector financiero? ¿Qué sucedería si un Fondo Soberano tomase hoy una participación significativa en una gran empresa energética europea o americana, como en el caso de BP en 1988?

En la situación actual, parece lógico esperar que un Fondo Soberano no se atreva a tomar el control de una empresa energética, por las previsibles resistencias y por su carácter hasta ahora discreto. Pero ¿Y si varios Fondos Soberanos de distintos países, sin concertación entre ellos y sin vulnerar las leyes de OPA, adquiriesen cada uno de ellos una participación significativa, pudiendo controlar el Consejo de Administración? ¿Sería igual la respuesta para un fondo ruso o chino que para un fondo del golfo pérsico?

Habría que esperar aún algún tiempo para tener todas las respuestas, aunque los mensajes lanzados hasta ahora por los Fondos Soberanos no hacen suponer que su objetivo sea tomar el control de empresas. No obstante, no resultaría extraño que la irrupción de los Fondos Soberanos en el sector energético acelerara el esperado proceso de consolidación.

Por otra parte, el sector energético va a tener en los próximos años unas fuertes necesidades de inversión. Según la Agencia Internacional de la Energía, la inversión mundial en el sector energético en el período 2006-2030 alcanzará los 22 billones de dólares, de los cuales 8,1 billones corresponden a la OCDE y 11,3 billones a los países en desarrollo. El sector del Petróleo y Gas requerirá 9,5 billones de dólares de inversión en el mismo período, de los cuales 3,1 billones corresponden a la OCDE y 4,6 billones a los países en desarrollo.

La participación de Fondos Soberanos en grandes empresas petroleras (*International Oil Companies*, o IOC) puede ser una forma natural de reciclar los petrodólares (y la tecnología), ya que a su vez las petroleras invierten en países productores de petróleo y gas en *joint ventures* con las NOC.

*Jorge Segrelles*

*Presidente del Instituto Superior de la Energía y director gerente de la Fundación Repsol YPF*