



# Fondos Soberanos

2015

**ESADE**  
Ramon Llull University

ESADEgeo-CENTER  
FOR GLOBAL ECONOMY  
AND GEOPOLITICS

**KPMG**

INVESTIN  
SPAIN

**ICEX** España  
Exportación  
e Inversiones



# Índice

Prefacio	5
Resumen Ejecutivo	7
Inversión directa de los fondos soberanos en 2014: Tiempos peores, tiempos mejores	11
I Análisis Geográfico	21
Fondos soberanos en España y América Latina: La consolidación de España como destino de inversión	23
Fondos soberanos de países musulmanes: Impulsando la industria Halal y las finanzas islámicas	37
Gemelos diferentes y un primo lejano: Fondos soberanos de Hong Kong, Singapur y Corea del Sur	51
II Análisis sectorial	65
La geopolítica de la agricultura y los fondos soberanos	67
Sovereign Venture Funds	79
Los reyes del deporte rey: Fondos soberanos y fútbol	95
Financiación del ecosistema digital: El papel “disruptivo” de los fondos soberanos... reconsiderado	109
Fondos soberanos y activos patrimoniales: La perspectiva del inversor	123
Anexo. Ranking ESADEgeo. Fondos soberanos 2015	137



# Prefacio

# 1. Prefacio

El patrón de crecimiento económico mundial durante el año 2015 ha experimentado un cambio significativo respecto a años anteriores. Mientras que las economías avanzadas han logrado salir de su atonía mejorando sus tasas de crecimiento, las economías emergentes han visto reducidas sus perspectivas. No obstante, estas últimas siguen manteniendo elevados niveles de desarrollo económico y su aportación al crecimiento mundial seguirá siendo importante.

Las economías de EE.UU y Europa han mejorado su situación a partir de las políticas monetarias no convencionales llevadas a cabo en ambas latitudes. Se espera que Estados Unidos, que se adelantó a Europa en la implementación de estas medidas, normalice su política monetaria mediante un alza este año de los tipos de interés una vez se confirme la mejora de su economía. Este movimiento ha sido anticipado por el mercado provocando una apreciación del dólar que ha metido presión a aquellos países emergentes dependientes de la inversión extranjera. Vientos de cola adicionales como el descenso del precio del petróleo o las nuevas técnicas de extracción de hidrocarburos han contribuido de manera positiva a la recuperación de las economías avanzadas.

Las economías emergentes han entrado en una senda de paulatina desaceleración. China está realizando una transición de su modelo económico basado en las exportaciones, con claros síntomas de agotamiento, a otro basado en el consumo interno. Este cambio hacia un crecimiento de mayor calidad, más estable y sostenible en el tiempo está conduciendo, sin embargo, a tasas más reducidas situadas en torno al 7% anual. Por su parte, Oriente Medio se ha visto afectada por una mayor incertidumbre como consecuencia del descenso de los precios de las materias primas, en general, y del petróleo y del gas en particular.

Asimismo, otros emergentes como Brasil o Rusia han mostrado signos evidentes de agotamiento de su modelo económico después de varios años de expansión, y han comenzado a experimentar los efectos de sus importantes desequilibrios, como el déficit de infraestructuras, de educación y de desarrollo institucional en el primer caso, o la excesiva concentración económica en recursos naturales y las escasas reformas pro mercado en el segundo.

Los fondos soberanos de países avanzados y emergentes han seguido protagonizando, tanto en 2014 como en 2015, importantes operaciones estratégicas por todo el mundo. Debido a su continuo protagonismo en la esfera inversora mundial y con el propósito de ahondar en sus estrategias y comportamiento inversor, ESADE Business School, KPMG e ICEX-Invest in Spain presentan la cuarta edición del Informe Fondos Soberanos.

En esta nueva edición, el informe hace hincapié en las operaciones y estrategias llevadas a cabo por los fondos soberanos durante 2014 y principios de 2015. Desde una perspectiva geográfica se analizan en profundidad tres fondos asiáticos originarios de Singapur, Hong Kong y Corea del Sur. Además, se analiza la evolución de los fondos de América Latina. Desde un punto de vista sectorial se examina en detalle la actividad de los fondos soberanos en sectores en los que tradicionalmente no estaban presentes: *agribusiness*, *venture capital*, economía digital, arte y fútbol. Además se realiza una primera aproximación a los fondos de países de mayoría musulmana que están impulsando las finanzas islámicas y la industria Halal.

Como en ediciones anteriores, el informe cuenta con un capítulo específico dedicado a las relaciones de los fondos soberanos con España y sus empresas, protagonistas de importantes operaciones en los últimos años y que continuarán siendo uno de los principales destinos de inversión para los fondos soberanos en el futuro.

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

**Javier Solana**  
Presidente, ESADEgeo

**John Scott**  
Presidente, KPMG España

# Resumen ejecutivo

## 2. Resumen Ejecutivo

La presente edición del Informe de Fondos Soberanos es la cuarta realizada por ESADEgeoe con el apoyo de KPMG e Invest in Spain, ahora parte del ICEX. Por ello, nos gustaría comenzar reiterando nuestro agradecimiento a ambas instituciones por el respaldo recibido, sin el cual esta cuarta edición del Informe de Fondos Soberanos no habría visto la luz. Además, agradecemos a Javier Capapé y a Tomás Guerrero su excelente trabajo de análisis y coordinación del Informe, así como al equipo de infografistas, impulsado en el origen por Samuel Granados, que han vuelto a hacer un magnífico trabajo en el campo del diseño gráfico.

Este trabajo es el resultado de las actividades impulsadas por el equipo de ESADEgeoe-Global Economy a lo largo de los últimos cuatro años. En 2011, Javier Santiso asesoró al gobierno colombiano junto al entonces Ministro de Finanzas, Juan Carlos Echeverry, para la creación de un fondo soberano (hoy dedicado a la innovación). También se ha lanzado una serie de conferencias sobre mercados emergentes, ESADEgeoe Globalization Lab, ya que muchos de estos países cuentan con instituciones de este tipo. El 30 de mayo de 2011 se celebró un Lab sobre fondos soberanos con Victoria Barbary, entonces en Monitor Group (Londres). El 7 de febrero de 2012 contamos con Christopher Balding de la Peking University HSBC Business School (Shenzhen, China), quien presentó su último libro. Además, también contribuimos en el libro editado por Karl Sauvant, Sovereign Investment, con un capítulo sobre el sesgo político de las inversiones de los fondos soberanos. Durante los cursos 2013-2014 y 2014-2015 participamos con la elaboración de un capítulo (Fondos Soberanos y América Latina) en el informe Global Public Investors 2014 editado por OMFIF (Londres); reforzamos nuestra colaboración con The Fletcher School (Tufts University) al incorporar el análisis de tendencias de los fondos elaborado por Patrick Schena; y presentamos un overview de la industria de los fondos soberanos en Sciences Po (París). El Informe fue la única fuente especializada en fondos soberanos citada por el World Investment Report 2013, editado por la UNCTAD (Ginebra). Participamos en la sexta reunión anual del International Forum of Sovereign Wealth Funds celebrada en Noviembre de 2014; el Informe fue citado en el anuncio del plan estratégico trianual firmado por el IFSWF en Doha. Impartimos varias sesiones sobre el rol de los fondos soberanos en diferentes universidades españolas. Celebramos junto a dos investigadores polacos, un seminario sobre las estrategias de inversión de los fondos soberanos chinos y de Oriente Medio, que reunió a los máximos expertos en España sobre la materia. Por último, presentamos la edición 2014 del Informe junto al Secretario de Estado de Comercio y destacados especialistas; la presentación tuvo lugar en la sede de Bloomberg en Londres, y permitió alcanzar un impacto internacional que se tradujo en artículos y reportajes sobre el Informe en revistas especializadas como Forbes.

El Informe de este año se estructura en tres grandes bloques temáticos. En el primero abordamos las principales tendencias que han seguido los fondos soberanos a lo largo del año 2014 (Patrick Schena). En el segundo bloque, dedicado al análisis geográfico: ponemos el foco en España y Latinoamérica (Javier Capapé), los fondos de países de mayoría musulmana (Tomás Guerrero y José María Fuentes) y los fondos de Singapur, Corea del Sur y Hong Kong (Jürgen Braunstein). En el tercer bloque, estudiamos la actividad sectorial de los fondos soberanos: el sector del *venture capital* (Javier Santiso), la agricultura (Marc Garrigasait), el arte (Andrew Rozanov), la economía digital (Patrick Schena) y el fútbol (Javier Capapé).

Varias conclusiones se desprenden del análisis desarrollado en el Informe Fondos Soberanos 2015:

- Es un club cada vez más numeroso y con mayor poder adquisitivo, aunque la mayor capacidad de inversión se sigue concentrando en cuatro polos: Noruega, Sudeste Asiático, los países del Consejo de Cooperación del Golfo y China. En la actualidad **existen 92 fondos soberanos operativos: sus activos bajo gestión alcanzan un nuevo récord hasta los 7,1 billones de dólares. Además, 25 países están estudiando la posibilidad de dotarse de un fondo.** Los fondos soberanos están cobrando cada vez más protagonismo en áreas emergentes, como África o América Latina.
- Durante el año 2014 **el número total de inversiones realizadas por los fondos soberanos se ha aproximado a las 140 y han movilizado cerca de 90.000 millones de dólares.** Muchas de ellas, como la de 2.000 millones de dólares de QIA y el RDIF, se han materializado a través de joint ventures o coinversiones. Al igual que en ejercicios anteriores, las inversiones se han concentrado en sectores como el inmobiliario, 21.000 millones de dólares, o el de las infraestructuras, 20.000 millones de dólares, y en países como Estados Unidos, que recibió 30 inversiones, o China, que recibió 17. Aunque la huella de los fondos se ha dejado ver también en sectores como el de las *startups* o la agricultura y en países tan diversos como Brasil o Emiratos Árabes Unidos.
- **En el pódium de los fondos más activos, Temasek volvió a liderar** por segundo año consecutivo, con más de 40 operaciones, seguido de GIC con 23, que conservó también la segunda plaza; en tercer lugar queda este año el fondo soberano noruego GPFG (gestionado por NBIM) que, con 14 transacciones, relegó a QIA a la cuarta posición. De las cinco operaciones más grandes que se produjeron el pasado año, tres tuvieron lugar en el sector inmobiliario: QIA adquirió las oficinas del banco británico HSBC en Canary Wharf por cerca de 1.700 millones de dólares, GIC desembolsó otros 1.700 millones de dólares para hacerse con el Pacific Century Place Marunouchi en Tokyo y el fondo noruego se hizo con tres edificios de oficinas en Boston por 1.500 millones de dólares.

- Atraídos por la recuperación económica, durante el año 2014 los fondos volvieron a apostar por activos españoles como destino de sus inversiones en Europa. **Más de 4.600 millones de euros han recalado en España desde enero de 2014.** Una buena parte de las inversiones se concentraron en el sector inmobiliario, donde destacan la entrada del fondo de Singapur GIC en el accionariado del grupo inmobiliario Gmp y la del fondo catari QIA en Colonial y su filial francesa SFL. Ambas operaciones confirman la vuelta de la confianza de los inversores al sector. Además, **2014 ha sido también el año del regreso del fondo kuwaití a nuestro país (KIA).** Se hicieron con el 40% de los activos de E.ON en España tras desembolsar 1.000 millones de euros; entraron en el capital de Global Power Generation (filial generación internacional de Gas Natural Fenosa) por 485 millones de euros; y lideraron a través de su brazo tecnológico, Impulse International, la ronda de financiación de una startup española, Tyba. El volumen de las inversiones y los sectores beneficiarios de las mismas ponen de manifiesto que España sigue albergando excelentes oportunidades de inversión. Cierran el top cinco de las operaciones en España las recientes entradas de Mubadala en Matsa (estimada en 447 millones de euros), y la inversión estimada del chino State Administration of Foreign Exchange en Madrileña Red de Gas por 417 millones de euros.
- En la pasada edición planteábamos una estrategia sistemática para estructurar en España **fondos de co-inversión bilaterales**, tomando como referencia el ejemplo de países como Italia, Francia o Irlanda. A finales del abril de 2015 el gobierno, a través de COFIDES, cerraba un acuerdo con el SGRF omaní, para crear **un vehículo de coinversión de 200 millones de euros.** Adicionalmente, COFIDES se encuentra en conversaciones con el fondo Qatar Investment Authority para crear un fondo conjunto, en este caso de 500 millones de euros, que ayude a la expansión exterior de las empresas (sobre todo pymes) españolas.
- Algunos de los fondos soberanos más activos y sofisticados se encuentran en Asia. Los de **Singapur** (GIC y Temasek), **Corea del Sur** (KIC) y **Hong Kong**, (HKMA) son objeto de estudio en este informe. Se encuentran entre los dieciséis fondos más grandes y gestionan activos por valor de 987.000 millones de dólares. Los dos primeros son *sospechosos habituales*, puesto que han tomado en los últimos años posiciones en empresas como Santander, Euskaltel, Repsol o Applus+, mientras que los dos últimos son unos completos desconocidos, ya que aún no han aterrizado en nuestro país. Los cuatro presentan características comunes en cuanto a la estrategia de inversión se refiere: están apostando por la inversión en tecnología, a través de *startups* en muchos de los casos, y por modelos de coinversión, junto a otros inversores institucionales como los fondos de pensiones.
- Los fondos soberanos de **países de mayoría musulmana** aglutinan el 40% de los fondos soberanos operativos (36 de 92 y **el 46,4% de los activos gestionados por los fondos a nivel global** (3,3 de los 7,1 billones de dólares). Tras el estallido de la crisis financiera, muchos de estos fondos han comenzado a dirigir sus inversiones hacia dos sectores novedosos: las finanzas islámicas y la Industria Halal. En ambos casos, la entrada de estos fondos ha generado un efecto arrastre que ha llevado a otros fondos de países no musulmanes a asomarse a este mundo de oportunidades.
- Los fondos soberanos podrían liderar la nueva oleada de **inversiones en activos agrícolas** en los próximos decenios. Dentro del grupo de los inversores institucionales, los fondos soberanos son más pacientes y pueden aceptar y aguantar la alta volatilidad en los precios agrícolas en el corto plazo. Según nuestras estimaciones el conjunto de inversiones de los fondos soberanos en el sector puramente agrícola difícilmente llega al 1%, lo que significa un **volumen total de inversiones aproximado de 60.000 millones.** Una cuantía que veremos crecer en los próximos años, ante las expectativas de que la rentabilidad del sector en el largo plazo siga siendo atractiva con una volatilidad más reducida que la bolsa.
- Los fondos soberanos están apostando por la innovación y la tecnología. Fenómeno que ha dado lugar a los *sovereign venture funds*: fondos soberanos volcados en apostar por nuevas tecnologías e innovación, *startups* y *venture capital*. En los últimos dos años las inversiones se han multiplicado alcanzando no sólo a los *"unicornios"* (Xiaomi, Uber, Spotify o Flipkart cuentan con fondos soberanos en su accionariado) y a las grandes *startups* cotizadas como Alibaba. Además, la entrada de fondos soberanos en el capital de las *startups* en fases muy iniciales de financiación, muestra la sofisticación de algunos de estos fondos, que **apuestan de manera estratégica por la economía digital**, entre los que destacan Temasek y GIC.
- Nuevas alianzas en sectores estratégicos como **el fútbol** (con gran visibilidad internacional) o **el arte** (como instrumento de posicionamiento geopolítico y cultural del país), generan relaciones de largo plazo entre los países receptores y los fondos soberanos. Liderados por los fondos del Golfo, especialmente Catar y Emiratos Árabes Unidos, **las inversiones en patrocinio en el fútbol europeo alcanzan casi los 300 millones de dólares anuales.** En el sector del arte, destacan las compras de cifras astronómicas realizadas por Catar en pinturas como "Los jugadores de cartas" de Cézanne por 250 millones de dólares o los rumores que apuntan a la familia real catari en la mayor compra de la historia de la pintura: los 300 millones de dólares pagados en una transacción privada por el "¿Cuándo te casas?" de Gauguin.



# Inversión directa de los fondos soberanos en 2014: Tiempos peores, tiempos mejores

**Patrick J. Schena**

Doctor, Profesor Asociado e Investigador Principal y Copresidente de SovereigNET:  
The Fletcher Network of Wealth and Global Capital, The Fletcher School, Tufts University

**Neeraj Prasad**

Doctorando en The Fletcher School, Tufts University

### 3. Inversión directa de los fondos soberanos en 2014: Tiempos peores, tiempos mejores

Los profundos cambios producidos en el escenario macroeconómico en 2014 tuvieron un importante impacto en los grandes inversores públicos. Los fondos soberanos, propiedad de los gobiernos, y que presentan fuertes vínculos con la posición fiscal y financiera de los mismos, no se mantuvieron aislados al cambio de entorno. Cambios tanto macroeconómicos como geopolíticos que han puesto a prueba los modelos operativos tradicionales y han complicado la capacidad para invertir de forma efectiva el capital a gran escala. Pese a estas presiones, nuestro análisis de las actividades de inversión directa de los fondos soberanos en 2014 sugiere que el comportamiento de los inversores no registró grandes cambios, si bien se observan elementos novedosos relacionados con nuevas oportunidades derivadas de la nueva situación económica. Así, cuando examinamos algunos fondos individualmente, detectamos algunos elementos de oportunidad, adaptabilidad y cambio. También fue interesante el crecimiento en el número de inversiones entre fondos y a través de empresas conjuntas (*joint-ventures*, en inglés).

En 2014 los fondos soberanos participaron en casi 140 operaciones o rondas de financiación que movilizaron cerca de 90.000 millones de dólares. Más allá de los destinos habituales de este capital (EE.UU. y China, inmobiliario y recursos naturales) surgieron nuevas geografías, como Brasil, y nuevos sectores, como la agroindustria y las ciencias biológicas. Entre las operaciones entre fondos destacaron las promovidas o recibidas por el antiguo National Pension Reserve Fund irlandés, el Russian Direct Investment Fund (RDIF), el Fondo Strategico Italiano (FSI) y el Silk Road Fund de China. Por otra parte, el atractivo de la institucionalización de la gestión de los activos del Estado siguió arraigando, ya que los activos gestionados por los fondos soberanos crecieron en 2014 hasta superar los 7 billones de dólares, al mismo tiempo que aumentó el número de nuevos fondos en México, West Virginia (Estados Unidos), China y Francia.

A lo largo de 2014, el descenso estructural del precio del petróleo fue, sin duda, un reto fundamental para los inversores soberanos. Las rápidas y abruptas caídas del crudo presionaron la posición fiscal de los países productores de petróleo, hecho que se extendió a la gestión de los fondos derivados del mismo. En agosto de 2014, el precio del barril se situaba en 100 dólares y al finalizar el año en 50 dólares; esta rápida caída planteó la posibilidad de retiradas de capital de los fondos soberanos que se nutren con petróleo y una disminución significativa tanto en la escala como en el crecimiento de los flujos futuros. Esto ha tenido como resultado una reevaluación de los principios operativos establecidos en dichos fondos, tanto en términos de inversión de activos como en gestión

Infografía 1

#### Mapa mundial de los fondos soberanos (2015)

ACTIVOS GESTIONADOS  
(US\$ Miles de millones)

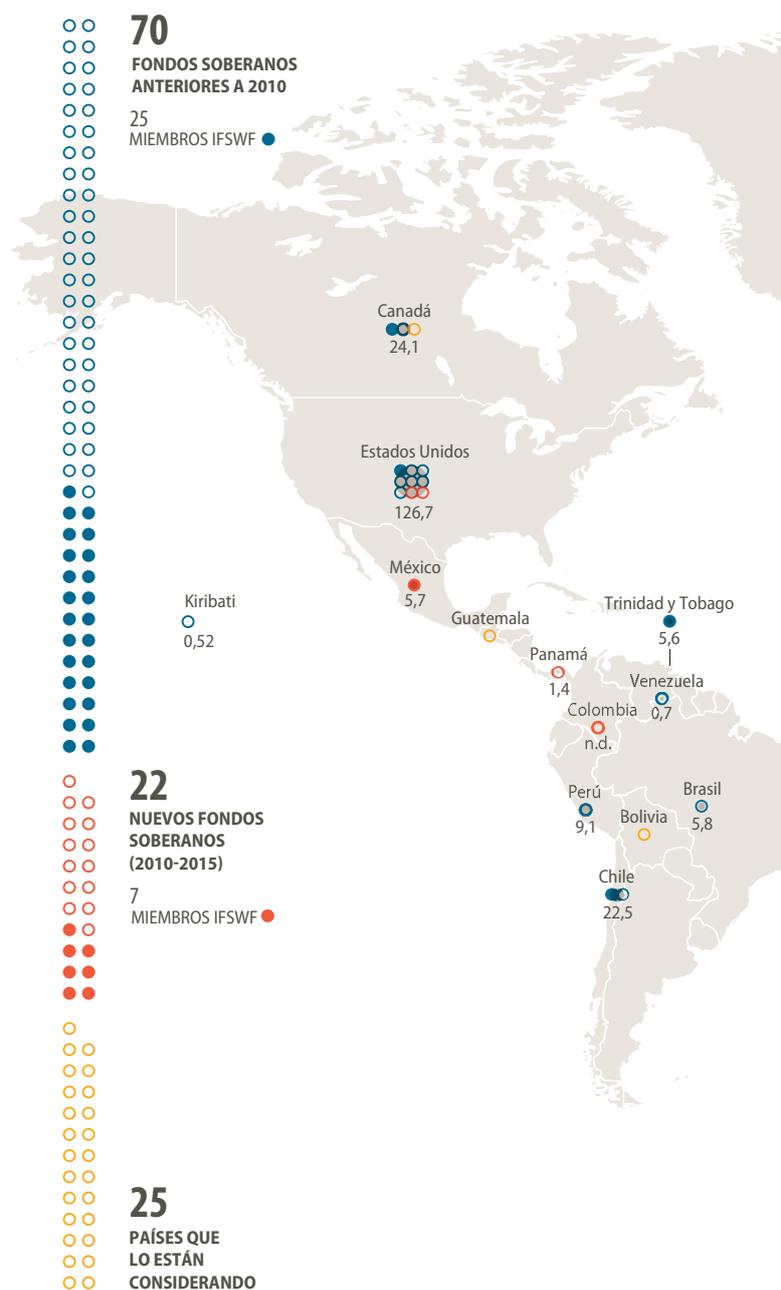




Tabla 1

Número de operaciones y tamaño medio de las operaciones (millones de dólares) realizadas por fondos soberanos (2014).

Fondo soberano	País	Número de operaciones	Valor medio*
Temasek Holdings	Singapur	44	170
GIC	Singapur	23	621
Government Pension Fund - Global	Noruega	14	411
Qatar Investment Authority	Catar	11	848
Kuwait Investment Authority)	Kuwait	9	359
Abu Dhabi Investment Authority	EAU	9	223
Mubadala Development Company	EAU	8	1718
China Investment Corporation	China	7	369
State General Reserve Fund	Omán	5	265
Khazanah Nasional	Malasia	3	115
National Social Security Fund	China	1	2100
National Pension Reserve Fund	Irlanda	1	50
<b>TOTAL</b>		<b>135</b>	<b>604</b>

\* Millones de dólares

Fuente: Fletcher SWF Transaction Database (2015).

de riesgos. En el Golfo, las alteraciones geopolíticas debidas al avance de ISIS, Al Qaeda, y otros elementos insurgentes han acentuado aún más estas presiones fiscales, que en algunos casos, como por ejemplo Irak, han puesto en juego la viabilidad de las plataformas de inversión.

Para los fondos soberanos de Rusia (el Reserve Fund, el National Wealth Fund (NWF) y el RDIF), estos retos fiscales se acentuaron con la introducción de sanciones contra diferentes intereses rusos en la primavera de 2014 como respuesta a las acciones del gobierno en la guerra de Crimea y Ucrania oriental. Por ejemplo, mientras los activos del Reserve Fund, en consonancia con su mandato, se utilizaron para cubrir los déficits fiscales,<sup>1</sup> activos del NWF, valorados en cerca de 7.000 millones de dólares (al tipo de cambio vigente en ese momento) fueron destinados, entre agosto y diciembre de 2014, a recapitalizar tres bancos estatales rusos, el VTB, el Gazprombank y el Rosselkhozbank, que se habían visto afectados por el régimen de sanciones.<sup>2</sup> En cambio, los activos del RDIF no se vieron afectados directamente por el régimen de sanciones<sup>3</sup> y, pese

ellas, siguió llevando a cabo nuevas operaciones como las firmadas con Qatar Holdings, CIC y Mumtalakat de Bahréin, valoradas en un importe superior a 6.000 millones de dólares en el capital de destino.

En Asia, el lanzamiento del Silk Road Fund de China, con una participación minoritaria de CIC, y el anunciado Banco de Inversión de Infraestructuras de Asia plantean una serie de preguntas sobre el liderazgo del futuro económico multilateral en Asia. No solo en lo que respecta a las implicaciones en el marco de Bretton Woods, sino sobre las implicaciones más inmediatas, ya que tendrá un impacto tanto en la oferta como en la competencia por un flujo de operaciones de calidad, en concreto para las operaciones de infraestructura de la región. El Silk Road Fund, establecido mediante inversión directa de fondos soberanos, fue capitalizado en 40.000 millones de dólares, repartido como sigue: un 65% del capital procedía de las reservas de divisas, un 15%, del fondo soberano CIC, otro 15% del Banco de Exportación e Importación de China y, el 5% restante del Banco de Desarrollo de China.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Véase "Sovereign Wealth Funds Start to Leak Oil", Financial Times, 22 de marzo de 2015.

<sup>2</sup> Véase "Russia's 'Anti-Crisis' National Wealth Fund: An Overview", The Moscow Times, 6 de febrero de 2015.

<sup>3</sup> La empresa de gestión del RDIF es una filial de propiedad completa de VEB, el banco de desarrollo del Estado ruso, cuyas actividades fueron objeto de sanción.

<sup>4</sup> "With New Funds China, Hits a Silk Road Stride", Caixin, 3 de diciembre de 2014, disponible en <http://english.caixin.com/2014-12-03/100758419.html>

## Fondos soberanos 2015

Inversión directa de los fondos soberanos en 2014: Tiempos peores, tiempos mejores

## Gráfico 1

### Operaciones de los Fondos Soberanos por país en 2014



Fuente: Fletcher SWF Transaction Database (2015).

Al reflexionar sobre la amplia expansión de las operaciones de fondos soberanos y los patrones de inversión directa, observamos que en 2014 las inversiones directas se concentraron una vez más entre los fondos más grandes, es decir, aquellos con programas de inversión directa consolidados. Pese a la volatilidad de los precios de los recursos, excepto en el caso de las sanciones, los retos que hemos indicado anteriormente parecen haber tenido un impacto marginal en las actividades de inversión de los fondos soberanos durante todo el ejercicio. Creemos que esto se debe, en parte, a la reacción más lenta en las decisiones de inversión ante cambios macroeconómicos, frente a una reacción más rápida que surge de acontecimientos puntuales, como las sanciones, cuyo impacto en la toma de decisiones puede ser más abrupto.

Nuestro análisis de operaciones incluye únicamente operaciones directas en entidades operativas, *joint-ventures* o estructuras especiales de fondos, sociedades generales de inversión y fondos de inversión inmobiliaria, por lo que quedan excluidas las operaciones realizadas a través de mercados secundarios. En cuanto a los fondos, Temasek se sitúa a la cabeza, con 44 transacciones. Esta cifra incluye tanto las operaciones directas como las realizadas a través de sus diversas filiales, como Vertex Ventures.<sup>5</sup> El ritmo de inversión fue el doble de la media de operaciones de Temasek

durante los cinco años anteriores. Entre los fondos con más actividad, además de Temasek, se encuentra GIC, con 23 inversiones (aproximadamente su media de los cinco años anteriores), Noruega con 14, Qatar Investment Authority (QIA) con 11, Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) y Kuwait Investment Authority (KIA) con 9 cada una; y China Investment Corporation (CIC) y Mubadala con 8 cada una. La mayoría de los fondos, pues, con la excepción de Temasek, siguió un ritmo acorde con la tendencia de los últimos años. Destaca, la aceleración en el ritmo inversor de Noruega, que se explica por su papel más destacado y activo en la inversión inmobiliario y la desaceleración, por el contrario, del ritmo de inversión directa de CIC. En el caso de CIC, esta tendencia puede ser un indicio de restricciones en la capacidad u oportunidad, más que en una restricción de liquidez.

En cuanto al tamaño medio de las operaciones, basándonos en las operaciones confirmadas en las que se declaró la participación de los fondos soberanos, Mubadala, quizá como reflejo de su estructura y fuerte orientación hacia el desarrollo, lidera las clasificaciones con compromisos de capital de más de 1.000 millones de dólares (véase Tabla 1). El National Social Security Fund chino lidera, de forma atípica, la clasificación, ya que tan solo hemos contabilizado una transacción de este gigante chino (véase Nota 8 para mayor aclaración). Mayor información aporta el caso noruego,

<sup>5</sup> Véanse los capítulos dedicados a "sovereign venture funds" y "digital economy" más adelante.

### 3. Inversión directa de los fondos soberanos en 2014: Tiempos peores, tiempos mejores

que invierte en gran medida en bienes inmuebles, con un tamaño medio de transacción cercano a los 400 millones de dólares. Temasek, que lidera las clasificaciones por número de operaciones, realiza operaciones directas con una media de cerca de 175 millones de dólares, en rondas de financiación que con medias superiores a los 200 millones de dólares, mientras que las rondas en las que participa su filial de capital de riesgo, Vertex, tienen una media mucho más baja, de entre 20 y 50 millones de dólares.

Si realizamos una segmentación geográfica (véase Gráfico 1), se observa que en el año 2014 se cerraron más de 30 operaciones de fondos soberanos en EE. UU., seguido por China (17), India (15), Reino Unido (10), Singapur y Brasil (7) y los Emiratos Árabes Unidos (6). Temasek y GIC, en conjunto, supusieron más de 20 de las 34 inversiones en Estados Unidos, entre las cuales hubo una gran representación en los sectores digital y de comercio electrónico. Entre las operaciones de fondos soberanos realizadas en EE.UU., también tuvo una gran representación Noruega, con 6 operaciones, todas ellas en el sector inmobiliario. Temasek y GIC fueron también inversores en más de la mitad de las inversiones realizadas por fondos soberanos en China e India.

En Europa, en cambio, la inversión de fondos soberanos se distribuyó en 21 operaciones, incluyendo operaciones en activos inmobiliarios en Alemania, co-inversiones de CIC y el Ireland Strategic Investment Fund para fundar el China-Ireland Technology Growth Fund, dos transacciones en Italia, incluyendo una empresa conjunta entre KIA y el Fondo Strategico Italiano, 7 operaciones en España, entre ellas la inversión de la KIA en Tyba, la plataforma online de selección de personal con sede en Madrid y la participación de Temasek en la venta de la división de custodia del Banco Santander. También hemos confirmado 7 operaciones en Reino Unido, entre ellas varias operaciones de bienes inmuebles, mostrando el atractivo que Londres mantiene como destino de inversión en propiedades entre los fondos soberanos. Finalmente, recalamos que Rusia, a pesar del régimen de sanciones, fue también destino para los flujos de fondos soberanos en el RDIF.

Con respecto al país de destino, destaca en 2014 la concentración del número de operaciones en Brasil. Identificamos 7 operaciones por valor de casi 2.000 millones de dólares llevadas a cabo entre GIC, Temasek (a través de Vertex), ADIA y Mubadala. Las inversiones se realizan en diferentes sectores e incluyen el comercio electrónico (Netshoes), infraestructuras, seguros y recursos naturales. Los flujos de inversión reflejan la diversidad de la economía brasileña y el interés y compromiso demostrados por los fondos soberanos en la misma.

Asociarse para llevar a cabo las operaciones ha sido una estrategia de ejecución empleada con frecuencia por los fondos soberanos. Ya habíamos documentado un índice de coinversión de casi el 50% entre las operaciones de fondos soberanos llevadas a cabo a partir de 2009. En 2014 el interés en la coinversión institucional se acentuó. Entre las principales iniciativas de asociación está la constitución de la Co-Investment Roundtable of Sovereign and Pension Funds en septiembre de 2014.<sup>6</sup> La CROSAPF (por sus siglas en inglés) está estructurada para explotar el horizonte de inversión a largo plazo de los inversores financieros públicos y así «compartir las oportunidades de inversión de manera activa y buscar la coinversión “concertada” en comparación con la coinversión “accidental” pasiva». La iniciativa reforzará esta tendencia de coinversión que se mantuvo firme en 2014, reflejándose en 88 inversiones o alrededor del 65% del total. Entre estas asociaciones destaca la del NMIB noruego y el americano TIAA-CREF, que han llevado a cabo inversiones en el sector inmobiliario a través de *joint-ventures*.

Sectorialmente, los activos inmobiliarios se encontraban de nuevo entre los objetivos principales de inversión de los fondos soberanos en 2014, sumando cerca de 27 operaciones, y NBIM siguió construyendo su propia cartera inmobiliaria llevando a cabo 12 operaciones por valor de casi 5.000 millones de dólares. Las inversiones en comercio electrónico y TIC/Telecomunicaciones sumaron 28 operaciones (18 en el primero y 10 en el segundo caso). En el capítulo de “economía digital” en este mismo informe ofrecemos un análisis detallado de la inversión de fondos soberanos en activos digitales, incluido el comercio electrónico. Basta señalar que el interés de la inversión en el sector en 2014 representó un aumento considerable frente a los años anteriores y fue dominado por GIC y Temasek, invirtiendo este último directamente a través de su filial de capital riesgo, Vertex. En recursos naturales y servicios financieros, sectores que normalmente presentan flujos de fondos soberanos considerables, se identificaron 15 y 8 operaciones respectivamente. Entre estos últimos es interesante señalar que, a pesar de o quizás debido a la caída de los precios del petróleo, se llevaron a cabo 7 operaciones en el sector del petróleo y del gas. Entre las operaciones del sector financiero, 6 de ellas fueron inversiones directas en bancos (sin incluir las capitalizaciones de los 3 bancos rusos por el NWF) y 2 fueron inversiones en compañías de seguros. Por último, identificamos 9 operaciones de infraestructuras en una serie de subsectores, incluidos los servicios públicos, energía (generación), puertos y transporte.

<sup>6</sup> Véase <http://www.ifswf.org/pst/6thamiwswf/crosapf.pdf>

Gráfico 2

## Operaciones de los Fondos Soberanos por sector en 2014

En millones de dólares



Fuente: Fletcher SWF Transaction Database (2015).

Por volumen de inversión (Gráfico 2), los bienes inmuebles encabezan la clasificación con un valor total ligeramente superior a los 21.000 millones de dólares, seguidos por infraestructuras (20.000 millones) y de recursos naturales (15.000 millones). Ninguno de estos datos es especialmente sorprendente ante los compromisos de capital requeridos en estos sectores. Por volumen medio de operaciones, predominan claramente las infraestructuras, con casi 3.000 millones de dólares por operación, seguidas por los servicios públicos (en este caso separados de las infraestructuras) con 1.700 millones. En cambio, las operaciones de recursos naturales suponen una media de 950 millones, los bienes inmuebles, 800 millones y el comercio electrónico, TIC/Telecomunicaciones y ciencias biológicas entre 200 y 300 millones de dólares. Las operaciones de agronegocios tuvieron una media considerablemente inferior, unos 80 millones de dólares.

Con referencia final al sector, destacamos otro desarrollo interesante, que surgió con fuerza en 2014: el volumen de inversión dirigido la agroindustria y las ciencias de la vida. Identificamos 13 operaciones en ambos sectores en 2014 con un valor total combinado de casi 2.400 millones de dólares. Esto representa casi un tercio de todas las operaciones realizadas en ambos sectores desde 2011 y se trata de un aumento significativo frente a 2013 (8 operaciones de 1.200 millones de dólares). Temasek dominó la inversión de fondos soberanos en ambos sectores (7 operaciones y un volumen total de operaciones de casi 1.500 millones de dólares) haciéndose eco de su énfasis en las tendencias seculares para explotar las oportunidades que brinda una demografía cambiante y una nueva dinámica de ingresos.

En cuanto a la dirección de los flujos, la inversión de fondos soberanos volvió a ser principalmente internacional y la mayor parte del capital se destinó a inversión directa en el exterior. Identificamos 16 operaciones de inversión doméstica, exceptuando de nuevo las tres capitalizaciones bancarias del NWF. Excepto varias operaciones de Vertex en Singapur, reconocidas de conformidad con su mandato de Temasek para invertir en empresas de tecnología de fase inicial en Singapur, la mayoría de las demás operaciones parecía representar inversiones en operaciones estratégicas como Mubadala, Omán, QIA, KIA y el ISIF irlandés.

Finalmente, nos centramos en el análisis de varias de las operaciones más importantes de 2014 (véase Gráfico 3). Tenemos en cuenta operaciones tanto en términos de volumen total de operación como a la importancia de la participación de fondos soberanos en cualquier transacción. Lo primero proporciona una medida útil de la preferencia por las operaciones de gran volumen por parte de fondos individuales, mientras que lo segundo informa del compromiso real de las distintas inversiones. Es importante tener en cuenta como referencia que la construcción de la base de datos es una tarea ardua, por la falta de información sobre la participación de los fondos en las operaciones. Por tanto, cualquier ejercicio para calcular el volumen en dólares de las inversiones de fondos soberanos comportará necesariamente un sesgo de selección inherente e involuntario. Como consecuencia, tratamos de reunir información sobre el tamaño total de inversión así como del porcentaje que representa la participación de fondos soberanos, cuando esa información está disponible. Las operaciones grandes tienden a agruparse en sectores que normalmente requieren una escala mayor. En 2014 estas operaciones incluyeron una compra financiada en parte por el NSSF de China, varias operaciones de infraestructura, alguna de las diversas inversiones en el RDIF y, consistente con el análisis sectorial reflejado, tres operaciones en el sector inmobiliario.

Por volumen de operación, la mayor operación en la que participó un fondo soberano en 2014 fue la adquisición de Queensland Motorway, una compañía dedicada a la red de autopistas de peaje en Brisbane, Australia. La operación, calculada en 6.600 millones de dólares, fue llevada a cabo a través de un consorcio liderado por Transurban Group, que gestiona y desarrolla redes de autopistas urbanas en EE.UU. y Australia. Además de Transurban, el consorcio incluía un fondo local de pensiones (Australia Super Pty) y ADIA. La participación de ADIA fue del 12,5%, lo que implica un compromiso de capital de 825 millones de dólares.

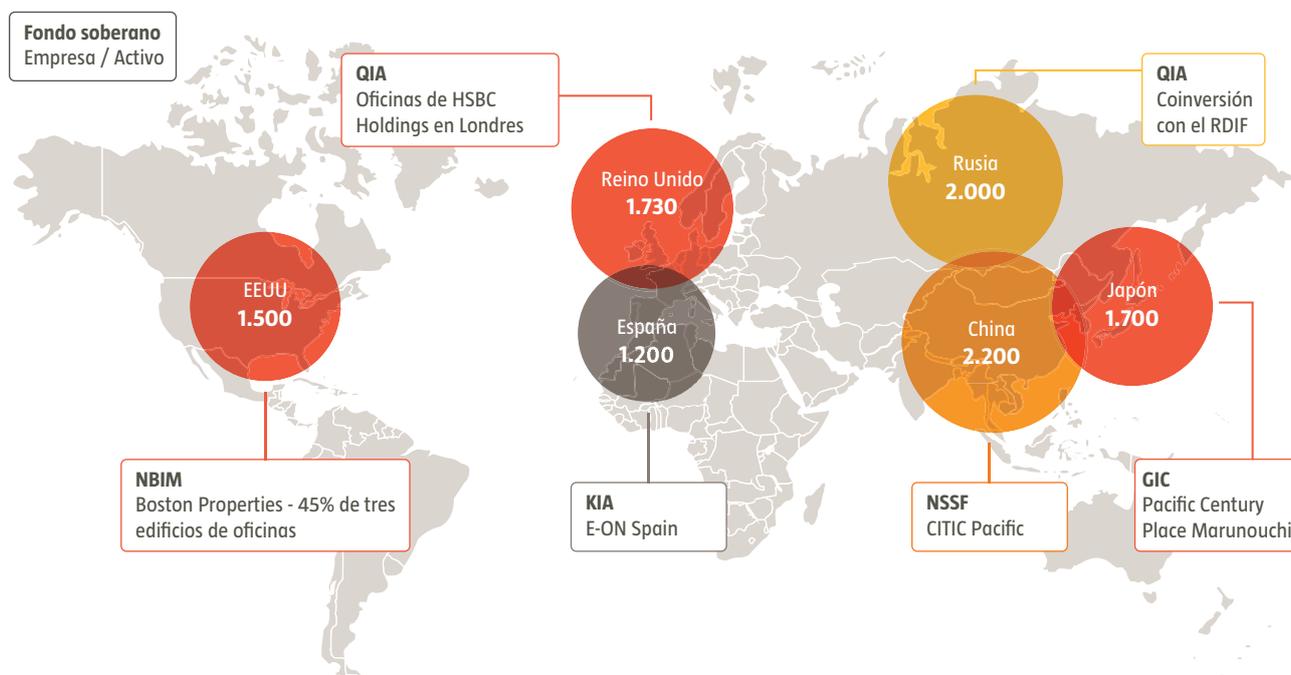
### 3. Inversión directa de los fondos soberanos en 2014: Tiempos peores, tiempos mejores

Gráfico 3

#### Principales Operaciones de los Fondos Soberanos en 2014

En millones de dólares

Sectores: ● Recursos Naturales - Infraestructuras ● Inmobiliario ● Energía ● Varios



Fuente: Fletcher SWF Transaction Database (2015).

Después de Queensland, observamos una operación en la que participó el National Social Security Fund de China<sup>7</sup>, valorada en 5.100 millones de dólares que permitió a CITIC Pacific Ltd comprar 36.000 millones de dólares en activos de su matriz de propiedad estatal. El NSSF fue el mayor inversor, tras acordar la compra de acciones valoradas en 2.200 millones de dólares. La aseguradora AIA Group adquirió 300 millones de dólares, mientras que Qatar Holding y Temasek Holdings invirtieron 200 y 100 millones de dólares, respectivamente.<sup>8</sup>

En tercer lugar, en nuestra lista está la venta por parte de la eléctrica alemana E.ON de sus activos españoles a Macquarie Group de Australia y KIA en una operación valorada en 2.500 millones de euros (3.100 millones de dólares). Según se informó, los términos de la operación indicaban que después de la aportación de dinero, Macquarie tendría el 60% del patrimonio neto de los activos, mientras que Wren House Infrastructure Management, la filial de KIA, tendría el 40% restante, lo que implica un compromiso de capital de cerca de 1.240 millones de dólares.<sup>9</sup>

<sup>7</sup> Para una mejor interpretación de las cifras y estrategias hemos querido comentar la operación de NSSF en esta sección de grandes operaciones y no en el apartado dedicado al volumen medio por operación. Esta transacción de NSSF es atípica y fue la única que hemos recogido en este informe por lo que su valor "medio" es poco ilustrativo.

<sup>8</sup> Véase "Transurban Group Buys Queensland Motorways for A\$71 Billion", Bloomberg, 24 de abril de 2014 disponible en <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-04-23/transurban-led-group-buys-queensland-motorways-for-a-71-billion>

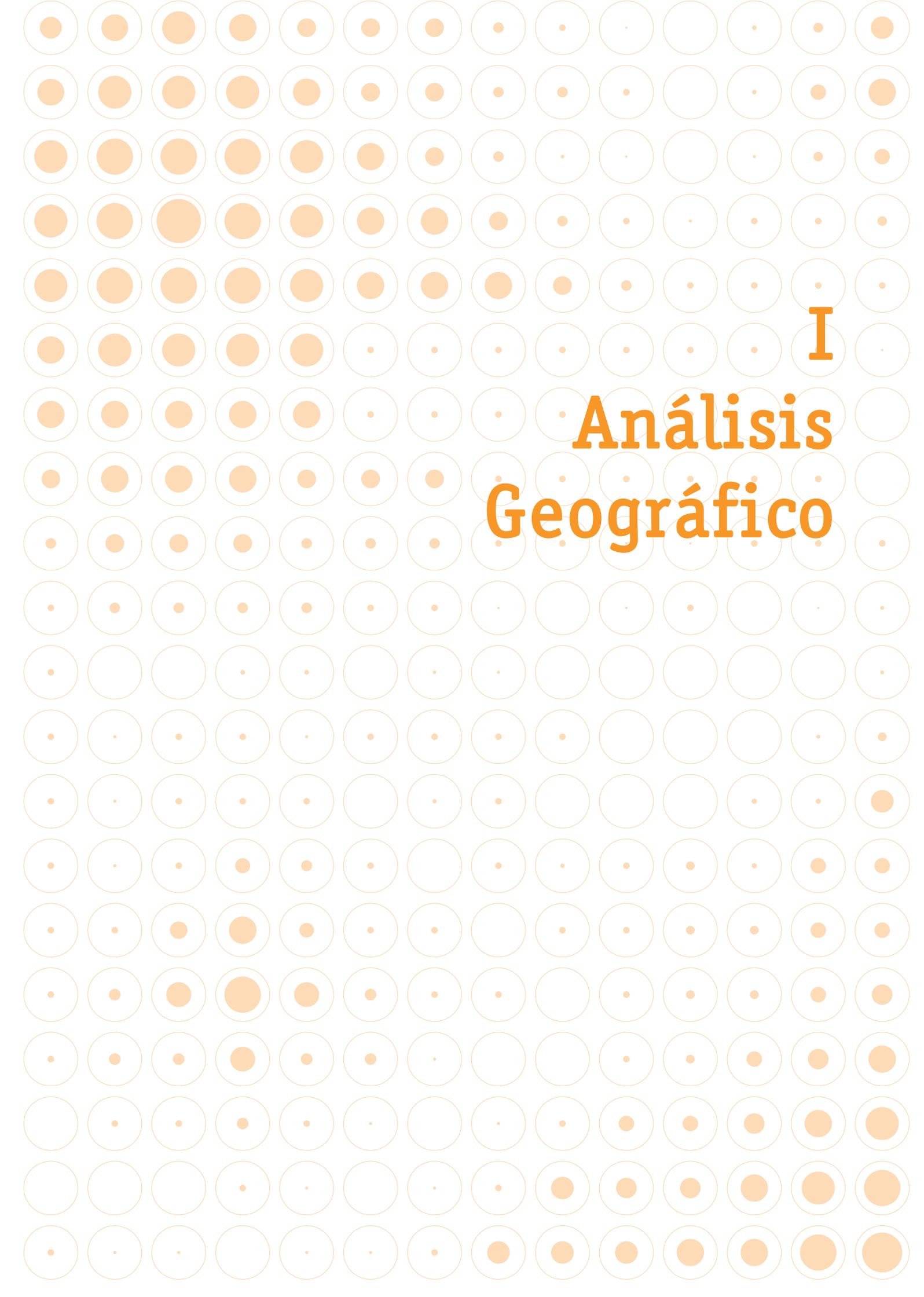
<sup>9</sup> Véase "Macquarie Group, Kuwait's Sovereign-Wealth Fund to Buy E.On's Spanish Assets", The Wall Street Journal, 27 de noviembre de 2014 disponible en <http://www.wsj.com/articles/e-on-to-sell-spanish-assets-1417107498>

La inversión de Catar a través de una *joint-venture* con el fondo público ruso de capital privado, RDIF, también forma parte de nuestra lista de grandes operaciones de 2014, con 2.000 millones de dólares. RDIF, con un capital de 10.000 millones de dólares, que co-invierte junto a socios extranjeros, ya había formalizado previamente asociaciones con una serie de fondos soberanos (Mubadala y el Departamento de Finanzas de Abu Dabi, así como la kuwaití KIA).

Además de participar en las operaciones de CITIC Pacific y RDIF, Qatar Holdings también llevo a cabo la compra de la sede londinense del HSBC, en la que fue la mayor operación inmobiliaria de la historia de Reino Unido. La inversión proporciona a Catar una presencia considerable en el espacio de oficinas de Canary Wharf. La adquisición (en el número 8 de Canada Square,

en el distrito financiero de Canary Wharf) era el edificio de oficinas más grande de Londres con más de un millón de pies cuadrados. Según declaraciones de J.P. Morgan Asset Management, que asesoró en la operación, la contrapartida fue el Servicio Nacional de Pensiones de Corea. El precio de venta fue de casi 1.100 millones de libras esterlinas o 1.730 millones de dólares. Esta operación fue seguida de cerca por una segunda gran operación inmobiliaria, la adquisición de Pacific Century Place Marunouchi, en Tokio, por GIC. El valor de la operación fue de 1.700 millones de dólares. Por último, una tercera operación inmobiliaria completa nuestro análisis de grandes operaciones de 2014. Se trata de la compra, por 1.500 millones de dólares, de tres edificios de oficinas de Boston Properties por parte del noruego NBIM. La operación representaba una participación del 45% en tres edificios, dos de ellos en Boston.





# I Análisis Geográfico



# Fondos soberanos en España y América Latina: La consolidación de España como destino de inversión

**Javier Capapé**

Investigador en ESADEgeo, ESADE Business School e Investigador Asociado en The Fletcher School, Tufts University

## 4. Fondos soberanos en España y América Latina: La consolidación de España como destino de inversión

### Introducción

España ha estado, un año más, en el punto de mira de los fondos soberanos. En 2011, cuando España atravesaba el meridiano de la peor crisis económica desde la instauración de la democracia, los fondos soberanos apostaron por las empresas de nuestro país. En aquel año, International Petroleum Investment Corporation (IPIC) compraba el paquete accionario de Total y se hacía con el 100% de Cepsa. Hoy, la torre Norman Foster, que preside la madrileña Castellana, alberga la sede de Cepsa e IPIC mantiene una opción de compra para hacerse con este activo, uno de los emblemas del Madrid del siglo XXI. Se trata de un símbolo elocuente de la presencia creciente de los fondos soberanos en la economía y empresas españolas.

Tres años más tarde, en 2014, los fondos soberanos continúan su apuesta por España. El fondo soberano más grande del planeta, el noruego Government Pension Fund Global (GPF), con activos bajo gestión próximos a los 900.000 millones de dólares, es uno de los fondos que mejor refleja esta mejora de las perspectivas de la economía española. Su inversión en deuda del Gobierno de España ha cambiado de manera muy pro-cíclica (una estrategia que contrasta con la de otros fondos que sí mantienen políticas de inversión de largo plazo, como veremos). Así, en 2012, el fondo noruego redujo su exposición al bono español un 70% hasta dejar la inversión en 715 millones de euros. Un año después, GPF invertía 3.350 millones de euros, un crecimiento del 369%. A finales de 2014, la tendencia sigue al alza, con una inversión en deuda soberana española que alcanza los 5.130 millones de euros, una mejora del 53%. El bono español es el séptimo favorito del fondo noruego (ver Tabla 1). Cabe recordar que en el 2012 España estaba en el puesto 40, pasó al 12 en 2013 y a finales de 2014 ya forma parte del exclusivo top-10, por delante de Brasil, Corea del Sur y Holanda y muy cerca de México.

Las noticias, sin embargo, no llegan solo de la mano de los inversores que lideran los rankings. Otros fondos soberanos, menos "voluminosos", han aterrizado en empresas españolas en 2015 o han iniciado nuevos acuerdos de colaboración que sitúan a España en el radar de sus inversiones. Así, 2015 será recordado como el año en que España se igualó a otros países europeos y estableció un acuerdo de co-inversión con el State General Reserve Fund (SGRF) del Sultanato de Omán. Este tipo de acuerdos, como veremos, cuentan con algunos años de recorrido en Italia, Francia, Irlanda o Bélgica. En el caso español, el acuerdo firmado por

Tabla 1

Exposición del fondo noruego GPF a la deuda soberana (Top 10)

Ranking	País	Valor (NOK)	Valor (USD)
1	Estados Unidos	422,199,852,096	56,311,708,771
2	Japón	186,044,385,997	24,814,024,047
3	Alemania	84,020,597,296	11,206,407,066
4	Reino Unido	76,340,668,494	10,182,081,946
5	Italia	52,368,847,860	6,984,794,748
6	México	47,306,873,893	6,309,644,336
7	España	46,730,783,514	6,232,807,186
8	Brasil	43,504,577,232	5,802,505,783
9	Corea del Sur	41,106,995,075	5,482,723,700
10	Holanda	37,120,857,558	4,951,065,022

Fuente: El autor con datos de Norges Bank Investment Management, NBIM (2015)

Cofides (Compañía Española de Financiación al Desarrollo, de naturaleza público-privada), puede representar una oportunidad clara de establecer relaciones estrechas y a largo plazo con fondos soberanos. En 2012, el primer informe de esta serie ESADE-KPMG-ICEX-Invest in Spain ya recomendaba la posibilidad de co-invertir junto a estos actores en sectores donde la cooperación internacional española podía representar un valor añadido relevante. Dos años después, en 2014, se recomendaba la creación específica de fondos bilaterales; en línea con las tendencias europeas que habíamos identificado, en 2015 se ha concretado este primer fondo de 200 millones de euros con el SGRF omaní.

Por otra parte, cabe destacar que después de los años de sequía inversora kuwaití en España, el 2015 ha supuesto el aterrizaje de operaciones importantes en el sector energético español con adquisiciones de activos en E.ON España y Portugal (una operación de co-inversión que analizaremos en detalle) y Gas Natural Fenosa. A través de diferentes brazos inversores, Kuwait Investment Authority vuelve a entrar en el capital de compañías establecidas en nuestro país. Además, como ya anunciamos en el Informe del año pasado, también ha destacado su inversión en Tyba, una startup nacida en Madrid, mostrando el potencial de Kuwait como inversor "sofisticado."

Además, España vuelve a estar presente entre los países con mayor inversión en el sector inmobiliario. Las inversiones por parte de capital extranjero o la constitución de nuevas Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMIs) han marcado las tendencias de un sector que ya repunta de nuevo, tras el hundimiento que supuso el estallido de la burbuja.

### España: Inversiones destacadas de 2014-2015

Las principales operaciones, desde la publicación del último Informe en 2014, se concentraron en empresas energéticas: E.ON decidió desinvertir sus posiciones en España, que fueron adquiridas por un consorcio formado entre KIA (a través de su filial Wren House International Management) y el gigante australiano Macquaire. Por su parte, también KIA a través de Wren House, ha adquirido el 25% de Global Power Generation, la filial de Gas Natural Fenosa dedicada a la generación internacional, por 485 millones de euros. Mubadala firmó una *joint-venture* junto a Trafigura, trader internacional de commodities, que incluía los activos de Matsa (Minas de Aguas Teñidas) valoradas en 447 millones de euros. También el brazo inversor chino de SAFE en Europa, Gingko Tree Investments, participaba junto a un fondo de pensiones canadiense (PGGM) y el francés EDF Invest en la compra de Madrileña Red de Gas a Morgan Stanley, en una operación valorada en 1.250 millones sin contar la deuda que asumen los nuevos propietarios del tercer mayor distribuidor de gas natural de España<sup>1</sup>. Las dos inversiones ligadas a la distribución de energía responden a la doble lógica financiera y estratégica que hemos tratado en otras ocasiones y que desarrollamos un poco más abajo. Además, Globalvia, la concesionaria de infraestructuras que Bankia y FCC controlan al 50%, estuvo cerca de ser adquirida por Khazanah Nasional, el fondo soberano de Malasia, por un monto estimado de 420 millones de euros. La operación se trunció al término de las negociaciones entre Khazanah y los acreedores de Globalvia. Otra operación destacada es la entrada de GIC, de Singapur, en el accionariado de Gmp, un grupo patrimonial ahora reconvertido en Socimi, que ha pagado 200 millones para hacerse con el 30% del grupo privado familiar. Destaca también la inversión de ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) en Aena, donde ya controla el 1.3%, valorado en 120 millones de euros (Ver Tabla 2).

Por tanto, energía (distribución), construcción, infraestructuras y sector inmobiliario, han sido los principales sectores de interés de los fondos soberanos en los últimos meses. A los que hay que añadir las operaciones de Catar en Colonial (y su filial francesa, Société Fonci re Lyonnaise), GIC en Applus+ y Katara Hospitality (brazo "hotelero" de Qatar Investment Authority) para hacerse con el Hotel InterContinental en Madrid (casos ya explicados en el Informe 2014).

En total, los fondos soberanos han invertido de manera directa más de 4.600 millones de euros en empresas españolas desde enero de 2014. Los fondos soberanos siguen ampliando su presencia en España, continúan sus inversiones, aterrizan nuevos actores, vuelven viejos jugadores y, en general, consolida España su atractivo como destino de inversión soberana de manera global: Noruega, Medio Oriente (Kuwait, Catar, Omán, Emiratos  rabes Unidos) y Asia (China, Singapur y Malasia), han apostado por España como destino de inversión en este periodo y todo apunta a que continuarán haciéndolo en el medio plazo. Este interés se explica gracias por la recuperación económica y la percepción de solvencia en España y las empresas españolas; además, otros factores, como el cambio euro/dólar, la inestabilidad en otras regiones del mundo (destinos turísticos del Norte de África afectados por recientes actos terroristas) y de Europa, y la búsqueda de rentabilidades más allá de una mermada renta fija, pueden reforzar este interés y ubicar a España entre los países de Europa con mayor atractivo para la inversión soberana.

### La lógica del inversor activo: Kuwait vuelve a la carga

Kuwait, a través de Wren House Infrastructure Management (WHI), ha vuelto a invertir en España. En diciembre de 2014 lo hacía en E.ON, adquiriendo junto al fondo de infraestructuras Macquaire los activos de la energética alemana en España. La operación, valorada en 2.500 millones de euros (deuda incluida), tiene una derivada estratégica muy interesante. Se estima que KIA ha participado en la operación aportando 1.000 millones de euros<sup>2</sup>. La dimensión estratégica de co-inversión tiene una lógica parecida a la de IPIC en Cepsa.

<sup>1</sup> Los detalles de la operación no han sido desvelados por las fuentes oficiales, pero los datos coinciden con lo que plantea Wall Street Journal en <http://www.wsj.com/articles/dutch-pension-manager-chinas-gingko-tree-near-deal-for-madrilena-red-de-gas-1429633638>

<sup>2</sup> Según información de Wall Street Journal, el 60% del capital proviene de Macquaire y el 40% restante de Wren House. Ver <http://www.wsj.com/articles/e-on-to-sell-spanish-assets-1417107498>

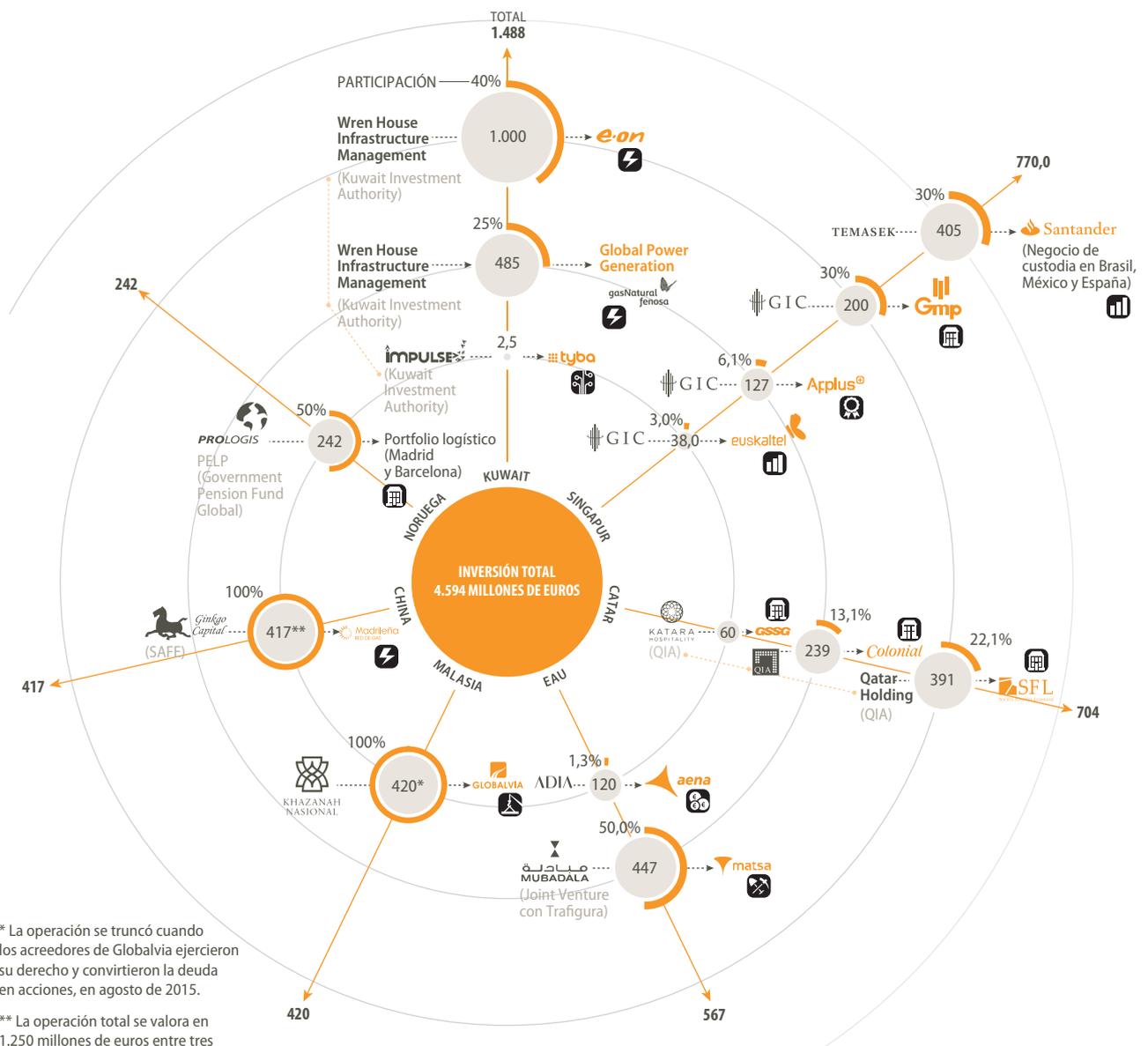
## 4. Fondos soberanos en España y América Latina: La consolidación de España como destino de inversión

Infografía 2

Los fondos soberanos  
suben la apuesta por España

### PRINCIPALES INVERSIONES DE FONDOS SOBERANOS EN EMPRESAS ESPAÑOLAS (2014-2015, JULIO) (millones de euros)

ENERGÍA 1.902	SECTOR INMOBILIARIO 1.132	MINERÍA 447	SECTOR FINANCIERO 443
CONSTRUCCIÓN 420	CERTIFICACIÓN 127	SERVICIOS DE CONSUMO 120	TECNOLOGÍA 2,5



\* La operación se truncó cuando los acreedores de Globalvia ejercieron su derecho y convirtieron la deuda en acciones, en agosto de 2015.

\*\* La operación total se valora en 1.250 millones de euros entre tres inversores, la cifra es un tercio del total.

Fuente: elaboración propia con información de páginas web, servicios de noticias, Comisión Europea. Cuando la operación incluye otros inversores, sólo se contabiliza la participación del fondo soberano.

Tabla 3

## Principales inversiones directas de fondos soberanos en infraestructura (2014-2015)

Activo	País	Industria	Inversor (es)	Volumen (\$M)	Particip. (%)	Fecha
Queensland Motorways	Australia	Autopistas peaje	Abu Dhabi Investment Authority, AustralianSuper, Transurban Group	6.518	100	abr-14
3B Power Plant	Malasia	Central nuclear	1Malaysia Development Berhad, Mitsui & Co - Innovation & Corporate Development Business Unit	3.230	100	feb-14
E.ON Spain & E.ON Portugal	España & Portugal	Distribución energía	Macquarie (MIRA4), Wren House Infrastructure (KIO-KIA)	3.112	100	dic-14
Madrid Red de Gas	España	Distribución energía	PGGM, Ginkgo Tree Investment (SAFE) y EDF Invest	1.250	100	abr-15
RetireAustralia	Australia	Residencias 3ª Edad	Infratil, New Zealand Superannuation Fund	544	100	dic-14
Global Power Generation (Gas Natural Fenosa)	España	Energía	Wren House Infrastructure (KIO-KIA)	528	25	mar-15
Neptune Stroika Holdings	Filipinas	Salud/Hospitales	GIC	85	14	may-14

Fuente: Elaboración propia con datos de páginas web de los fondos y Preqin (2015).

Macquaire, que gestiona 375.000 millones de dólares, cerró en abril de 2013 el Macquarie European Infrastructure Fund 4 (MEIF4), tras el éxito de los anteriores tres fondos en Europa que significaron la adquisición de aeropuertos en Bruselas y Copenhague, infraestructura de telecomunicaciones en República Checa o de aguas como Thames Water en Reino Unido<sup>3</sup>. Con el apoyo de WHI, el MEIF4 realizó una oferta más valiosa por los activos de E.ON en España que la presentada por Gas Natural junto a Morgan Stanley. Como mostramos en el Informe de 2014 y 2013, los fondos soberanos participan cada vez más en consorcios de co-inversión en infraestructuras. Esta capacidad de establecerse como socios inversores de gestores más sofisticados es posible por la llegada progresiva de más talento a los órganos de gestión de los fondos soberanos<sup>4</sup>. KIA no es una excepción: creó WHI en 2013 y puso al mando del mismo a Hakim Drissi Kaitouni, ex banquero del BofA Merrill Lynch, experimentado en fusiones y adquisiciones en renovables, utilities, aeropuertos y puertos. Una preparación muy diferente a la de los equipos poco profesionalizados que caracterizaron las inversiones de KIO en los años 80.

Macquaire y WHI ya están dando la vuelta a E.ON España. Han comenzado recuperando el nombre comercial de Viesgo para lanzar el plan estratégico de esta compañía eléctrica, que conformaba el grueso de los activos de E.ON en España. El plan prevé incluir

inversiones y adquisiciones. Viesgo es hoy en día la quinta eléctrica española con 4.150 megavatios instalados entre energía convencional y renovable. Además de Viesgo, Macquaire y WHI gestionarán parques eólicos, centrales de ciclo combinado y carbón<sup>5</sup>. No sería de extrañar que, junto al impulso especializado Macquaire, se realizase un crecimiento relevante de Viesgo hacia mercados de destino donde la llave de entrada está en manos del gobierno, como es el caso de los países de Medio Oriente.

Además de esta operación, WHI se hacía en marzo de 2015 con el 25% de Global Power Generation (GPG), subsidiaria de Gas Natural Fenosa (GNF), esta vez acudiendo en solitario a la ampliación de capital. La operación, de 485 millones de euros, permite a GNF apuntalar junto a un socio experto la expansión internacional de la subsidiaria, tan solo unos meses después de su fundación, en octubre de 2014. GPG, nacida para impulsar la generación internacional, concentra los activos de generación internacional de GNF en México, Costa Rica, Puerto Rico, República Dominicana, Panamá, Kenia y Australia<sup>6</sup>.

WHI responde bien a la sofisticación de la gestión que están experimentando los fondos. Bien por la vía de la contratación de equipos especializados, como hemos dicho, también a través del aprendizaje que suponen las alianzas con inversores expertos en

<sup>3</sup> Información completa disponible en <https://www.macquarie.co.uk/mgl/uk/meif/>

<sup>4</sup> Ver el reciente artículo Aguilera, R., Capapé, J., and Santiso, J. "Sovereign Wealth Funds: A Strategic Governance View" que publicará la revista *Academy of Management Perspectives*. Disponible en [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2612813](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2612813)

<sup>5</sup> Ver [http://economia.elpais.com/economia/2015/06/10/actualidad/1433961444\\_880609.html](http://economia.elpais.com/economia/2015/06/10/actualidad/1433961444_880609.html)

<sup>6</sup> Más información en la nota de prensa de GNF <http://www.gasnaturalfenosa.com/es/sala-de-prensa/noticias/1285338473668/1297274826890/gas+natural+fenosa+y+kia+a+traves+de+wren+house+se+asocian+para+desarrollar+proyectos+d e+generacion+internacional.html>

## 4. Fondos soberanos en España y América Latina: La consolidación de España como destino de inversión

sectores específicos. En este sentido, WHI forma parte del grupo de fondos soberanos que han co-invertido junto a fondos especializados en infraestructura durante 2014 (ver Tabla 3). En total, más de 15.000 millones invertidos en siete proyectos de co-inversión (5) o inversión en solitario (2). El gigante de Abu Dhabi, aliado con dos grupos locales, adquirió Queensland Motorways, concesionaria por cuyas autopistas circulan al año 81 millones de vehículos. Esta operación se enmarca bien en la estrategia de “aprendizaje” que supone tomar participaciones junto a expertos locales y evitar el control directo de activos de gestión compleja.

Las operaciones del NZSF (Nueva Zelanda) y de GIC (Singapur), por su parte, tienen un componente estratégico muy propio de los fondos soberanos: inversiones en sectores con retorno “garantizado” en el largo plazo. Se trata de dos inversiones fundadas en dos macro-tendencias demográficas imparables: el envejecimiento en Australia y Nueva Zelanda, por un lado; y el surgimiento de las clases medias en Filipinas. NZSF adquirió el cuarto mayor gestor de residencias geriátricas de la región y GIC tomó una participación relevante en el operador de hospitales más exclusivo de Filipinas. NZSF, por su parte, opera sabiendo que las proyecciones de población para Australia y Nueva Zelanda estiman que entre el 25 y el 30 por ciento de la población tendrá más de 65 años en 2040, cuando la década del baby-boom llegará a los 80-85 años, previsiblemente incrementando la demanda de este tipo de servicios y cuidados. Por eso tiene sentido comprar RetireAustralia. Una lógica parecida sirve para GIC: Filipinas es una de las economías que más rápido crece del mundo. Se espera que el PIB per cápita se doble en los próximos 10 años; una población más rica tiende a exigir un mejor sistema sanitario. Esto explica que GIC haya tomado el 25% del operador de hospitales más importante para las emergentes clases medias filipinas. En ambos casos, el capital “paciente” de los fondos soberanos sembrado hoy puede recoger abundantes frutos en el medio y largo plazo. Además, entretanto, la alianza con inversores locales permite alcanzar el conocimiento específico y sembrar y abonar las inversiones para que el fruto (y la rentabilidad) se multipliquen. Bajo este prisma se entienden las inversiones de Temasek en América Latina. En concreto, y de nuevo triangulando la experiencia de las multinacionales españolas en la región, Temasek adquirió junto a Warburg Pincus el 50% del negocio global de custodia del Santander. El acuerdo, aún sujeto a aprobaciones legales y regulatorias, da acceso al inversor asiático al mercado español pero principalmente, permite acceder a los mercados de México y Brasil, donde Temasek ya cuenta con oficinas internacionales de inversión (México DF y Sao Paulo). Estas estrategias de inversión forman parte del nuevo “capitalismo de largo plazo” del que los fondos soberanos, como los fondos de pensiones, son claros exponentes.

### Khazanah: nuevos jugadores en España.

Khazanah Nasional Berhad es un fondo malasio fundado en 1993. Gestiona 41.600 millones de dólares y se autodenomina el “brazo inversor estratégico del Gobierno de Malasia”. Khazanah se dedica a nutrir y fomentar una serie de industrias específicas y diversas en Malasia con la idea de construir una nación económicamente más fuerte, además de acometer inversiones fuera de sus fronteras. En la actualidad invierte en más de 50 compañías, algunas de ellas auténticos campeones nacionales. Además, como en el caso de Temasek, Khazanah se encarga del control accionario de las “government-linked companies”: el reto para el holding consiste en maximizar el valor de sus participadas para posteriormente, en muchos casos, venderlas. Empresas líderes regionales como Axiata (telecomunicaciones), UEM (infraestructura y construcción), IHH Healthcare (uno de los proveedores privados de salud más grandes del mundo por capitalización bursátil) o la financiera CIMB, son algunas de las grandes compañías donde Khazanah es un accionista de referencia (Axiata, IHH y CIMB) o único (UEM).

Khazanah está cerrando una operación para hacerse con Globalvia, la concesionaria internacional de infraestructuras propiedad de Bankia y FCC al 50%. Globalvia fue creada en 2007 y cuenta con autopistas en el exterior (19 autopistas en 7 países), ocho concesiones ferroviarias, dos hospitales y dos puertos. En total se espera que Khazanah pague 420 millones de euros por Globalvia y permita a Bankia y FCC seguir con el plan de desinversiones establecido. Para Bankia, la operación permite continuar con las desinversiones de las participaciones industriales a las que se comprometió en el rescate bancario y para la constructora, la operación permite cerrar el plan de ajuste iniciado en enero de 2014 y que ha devuelto a FCC a beneficios<sup>7</sup>. La operación está aún en entredicho porque los acreedores de Globalvia (750 millones de euros prestados por fondos de pensiones holandeses, canadienses e ingleses) pueden ejercer su derecho en 2017 de conversión de deuda en acciones diluyendo la participación malasia. La negociación sobre este punto determinará el éxito de la operación<sup>8</sup>.

Khazanah, de cerrarse esta operación, pasaría a engrosar la lista de fondos soberanos con presencia en nuestro país. Esta llegada de Malasia a España no sorprende. Más allá del “Visit Malaysia” que portan los jugadores del Sevilla, a razón de 2 millones de euros al año<sup>9</sup>, el Informe de 2013 incoaba la posibilidad de expansión del negocio hospitalario de la filial de Khazanah, IHH, ya presente en Turquía, hacia España. De hecho, no sería de extrañar que la

<sup>7</sup> Con información de Europa Press, 13 Mayo, 2015, en <http://www.europapress.es/economia/noticia-fcc-bankia-preven-cerrar-venta-globalvia-mes-20150513142931.html>

<sup>8</sup> Con datos de Expansión, 1 Julio, 2015, se habla del cierre de la operación en 420 millones de euros, <http://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2015/07/01/5593919822601de2188b456d.html>

<sup>9</sup> Ver el capítulo dedicado al fútbol en este mismo Informe.

Tabla 4

## Top 10 de inversiones en bolsa del Government Pension Fund Global en España

Nombre	Sub-Industria	Valor (Mill euros)	% Voto	% Capital
Banco Santander SA	Bancos	1.477,60	1.68	1.68
Telefónica SA	Telecomunicaciones	960,68	1.74	1.74
Iberdrola SA	Electricidad y Gas	874,29	2.45	2.45
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Bancos	671,00	1.39	1.39
Inditex SA	Textil, Vestido & Calzado	665,67	0.90	0.90
Ferrovial SA	Construcción	259,91	2.17	2.17
Repsol SA	Petróleo	208,72	1.00	1.00
Banco de Sabadell SA	Bancos	200,27	2.26	2.26
Amadeus IT Holding SA	Electrónica y Software	196,21	1.33	1.33
Gas Natural SDG SA	Electricidad y Gas	182.29	0.88	0.88

Fuente: elaboración propia con datos de Norges Bank Investment Manager a 31 diciembre de 2014 (nbim.com)

operación iniciada en Globalvia (que además de gestionar autopistas cuenta con dos hospitales) diera paso a futuras adquisiciones en el sector hospitalario en España por parte del fondo malasio, que sí cuenta con la experiencia en este campo.

### El fondo noruego: mayor presencia, mayor exigencia

Al cierre de 2014, GPGF —el fondo soberano noruego, el más grande del mundo con casi 900.000 millones de dólares bajo gestión, con participación en 9.134 compañías del planeta— contaba con inversiones en cotizadas españolas valoradas en 8.569 millones de euros. Las empresas que más inversión reciben del fondo gestionado por el Norges Bank Investment Management (el brazo gestor del banco central de Noruega) son Santander, Telefónica, Iberdrola, BBVA e Inditex (Tabla 4).

El año pasado<sup>10</sup> se analizaba el papel que pueden jugar los fondos soberanos para mejorar la gobernanza de las compañías en las que invierten. Debido a los volúmenes de inversión por operación, con cierta frecuencia toman participaciones relevantes y decisivas en muchas compañías. Desde hace años los fondos apostaron por no participar en la gestión de las compañías, y adoptaron un papel de accionista pasivo.

Sin embargo, comenzando por el GPGF, esta tendencia está cambiando. Un síntoma de este cambio es la estrategia recién estrenada por GPGF de pre-anunciar cuáles serán sus votaciones en los puntos del orden del día que se tratarán en la Junta General de Accionistas. GPGF, que cuenta con un Comité de Ética desde 2004, ha decidido actuar así en aquellas compañías en las que mantiene una inversión considerable (superior a los 1.000 millones de dólares) o en aquellas cuestiones que considera de mayor relevancia (ambientales, sociales y gobernanza, ESG por sus siglas en inglés). Mediante esta estrategia de anunciar por adelantado su “intención de voto” pretende convencer a otros inversores institucionales y unir esfuerzos en las votaciones de la Junta. El 15 de abril de 2015, dado el peso de la participación de GPGF en las petroleras británicas Royal Dutch Shell (4.330 millones de dólares) y BP (2.500 millones de dólares), reveló su intención de voto en cuestiones relativas a los informes de impacto medioambiental; en el caso de AES Corporation (compañía eléctrica estadounidense), la intención de voto se refirió a una cuestión de gobernanza: la inclusión de una normativa interna de la compañía que permita a los accionistas nominar candidatos para ocupar puestos en el consejo de administración, adicionales a los que propone el consejo.

<sup>10</sup> Ver Capapé y Guerrero, “Las inversiones en renta variable del Global Pension Fund Global: Un fondo soberano europeo para Europa” en el Informe ESADegeo-KPMG-ICEX de 2014, disponible en [http://itemsweb.esade.edu/wi/Prensa/SWF2014\\_ENG.pdf](http://itemsweb.esade.edu/wi/Prensa/SWF2014_ENG.pdf)

## 4. Fondos soberanos en España y América Latina: La consolidación de España como destino de inversión

En el caso español, el Comité de Ética del fondo noruego no ha determinado la necesidad de adelantar la intención de voto en ningún caso. Tampoco ha habido ninguna empresa española excluida del universo de inversiones del GPF. Sin embargo, los efectos de su estrategia de “accionista activo” sí son patentes en las votaciones anuales en Junta de Accionistas de las empresas españolas. El número de las cotizadas en las que ha votado asciende a 70 (lo ha hecho en más de 10.500 juntas de accionistas en todo el mundo, tan solo en 2014). GPF, siguiendo sus principios de “inversor responsable” votó en contra en numerosas resoluciones relativas a la reelección, cambio o incorporación de directores del consejo de administración. Así, rechazó la reelección de presidentes y consejeros delegados, entre empresas del Ibex; también votó en contra de la renovación de auditoras y se opuso en bloque a la reelección de consejos. Sin embargo, también el Fondo mostró su apoyo a equipos directivos de otras empresas del Ibex.

Queda esperar si otros fondos soberanos se sumarán de manera progresiva a esta nueva oleada de inversión responsable. Quizá, para otros fondos menos sofisticados y con menores capacidades en términos de recursos humanos o de organización interna (un consejo de ética, reglamentación, procedimientos, producción de informes que avalen cada decisión...), lo más fácil será seguir al líder. Un “comportamiento en manada” de inversores institucionales “responsables” sobre determinadas cuestiones ESG puede reforzar principios y estándares, pero también provocar sacudidas en sociedades cotizadas o privadas que podrían acelerar la volatilidad de los mercados. Políticas de pre-anuncio como la iniciada por GPF a través de su gestora, Norges Bank Investment Management, y una declaración de “buena voluntad” como las que recogen los Principios de Santiago del IFSWF, pueden atenuar efectos colaterales perversos promovidos por una bienintencionada actuación de inversores responsables y disminuir así el riesgo de que las intenciones políticas vayan más allá de los estándares ESG.

### Fondos soberanos y tecnología

La transformación de la base productiva de los países dependientes de los recursos naturales es un reto habitual de éstos. Los fondos soberanos se han convertido, en muchos países, en los encargados de canalizar las inversiones de los gobiernos para desarrollar nuevos sectores productivos, atraer tecnología y talento y desarrollar proyectos de mayor valor añadido. Uno de los ámbitos donde Emiratos Árabes Unidos ha puesto mayor énfasis es el sector de las energías renovables. Así lo demuestra la fundación de Masdar, una ciudad de diseño proyectada por Foster + Partners —el estudio fundado por Norman Foster, ganador del premio Pritzker, el Nobel de la arquitectura— que se nutre únicamente de energías renovables en medio del desierto y que aloja centros de innovación

y desarrollo, numerosos laboratorios y nuevas compañías en energías limpias. Masdar recae bajo el paraguas de Mubadala, una compañía pública de inversión y desarrollo del gobierno de Abu Dhabi que no resulta fácil de etiquetar por la elevada implicación en la operativa de sus participadas. Como parte de ese esfuerzo por atraer la mejor tecnología del planeta, Masdar establece acuerdos con algunas de las compañías más innovadoras del planeta en energías limpias. En este sentido, ha fundado una *joint-venture* junto a la ingeniería española Sener, denominada Torresol Energy, que cuenta con tres plantas de energía solar de concentración. Firmó en 2008 un acuerdo de colaboración con Indra, con el propósito de desarrollar proyectos conjuntos. Como continuación de esta vinculación entre ingeniería y el Emirato, en enero de 2015, Masdar Institute y la empresa española Abengoa firmaron un acuerdo de investigación. El objetivo de este proyecto de investigación es mejorar el rendimiento y la productividad de las plantas desaladoras, así como reducir el volumen de vertido generado, mejorando la sostenibilidad medioambiental del proceso<sup>11</sup>.

### El sector inmobiliario mantiene el interés de los fondos soberanos

Para nadie es una novedad que el sector inmobiliario español se ha convertido en los últimos dos años en uno de los destinos preferidos para los fondos de inversión internacionales. Tras atravesar un periodo recesivo, impulsada por la demanda tanto interna como externa, están reforzando la recuperación del sector.

En España, tres SOCIMIs ya cotizan en el mercado continuo de la bolsa española: LAR España, Merlin Properties y Axiare Patrimonio<sup>12</sup>. Además, otras cinco<sup>13</sup> lo hacen en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Creadas en 2009, y tras la reforma de 2012, la figura de las SOCIMI ha constituido un mecanismo clave para facilitar la inversión en inmuebles y logística tanto para los grandes *family office* españoles como para dar entrada a los inversores internacionales. El mercado se acelera con la entrada de inversores de renombre en cada una de las SOCIMIs y la especialización. Blackstone creó Fidere, cotizando en el MAB; Merlin Properties ha adquirido Testa, propiedad de Sacry, por 1.793 millones de euros.<sup>14</sup> La unión de Testa y Merlin crea un gigante con activos valorados en cerca de 5.500 millones de euros y una capitalización cercana a los 4.400 millones. Hispania Activos Inmobiliarios no se creó bajo la figura de SOCIMI

<sup>11</sup> Ver más detalles en la web de Abengoa [http://www.abengoa.es/web/es/noticias\\_y\\_publicaciones/noticias/historico/2015/01\\_enero/abg\\_20150127.html](http://www.abengoa.es/web/es/noticias_y_publicaciones/noticias/historico/2015/01_enero/abg_20150127.html)

<sup>12</sup> Ver las cotizaciones en Bolsa y Mercados: <http://www.bmerv.es/esp/asp/empresas/empresas.aspx>

<sup>13</sup> Ver el listado en <https://www.bolsaymercados.es/mab/esp/SOCIMI/Listado.aspx>

<sup>14</sup> Ver noticia de Expansión, 9 de junio 2015 <http://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2015/06/09/55767e7322601d03338b456a.html>

sino como sociedad inmobiliaria aunque se prevé que se transforme a futuro bajo esa figura. Inversores internacionales han entrado en Hispania a través de sus vehículos habituales de inversión; es el caso de George Soros (que inyectó 92 millones de euros) o John Paulson (con una participación estimada en 124 millones de euros). Hispania, a su vez, propuso la adquisición de Realia, participada al 25% por el magnate mexicano Carlos Slim, quien ha respondido recientemente con otra OPA sobre el 62% de Realia. Carlos Slim ocupa el cuarto puesto en la lista diaria publicada por Bloomberg de los “billionaires”, George Soros está en el 24º y John Paulson en el 113º.

Tan solo en el apartado logístico, 2014 fue un año récord para la inversión inmobiliaria en España, con operaciones de inversión valoradas en 620 millones de euros y la contratación en Madrid y Barcelona de más de 690.000 metros cuadrados de superficie logística. El sector ha renacido de la mano de Socimis como Merlin y Axiare, y de grandes fondos internacionales como Blackstone o TPG y sus plataformas Logicor y Almindus respectivamente<sup>15</sup>. En este sentido, la *joint-venture* creada entre el fondo soberano noruego y Prologis al 50% (Prologis European Logistics Partners, PELP) adquiría en España más de 150.000 metros cuadrados de suelo logístico en Madrid y Barcelona a SABA Parques Logísticos. La operación está valorada en más de 240 millones de euros.

El interés por el mercado inmobiliario también ha atraído a los fondos soberanos. Así, además de las importantes operaciones de Qatar en Colonial y en su filial francesa, otros actores han vuelto al inmobiliario español. El fondo de Singapur, GIC, entraba en octubre de 2014 en el accionariado de Gmp, la patrimonial especialista en el segmento de oficinas y parques empresariales tanto en Madrid como Barcelona, haciéndose con el 30% por 200 millones de euros. GIC ya había realizado incursiones en el mercado de oficinas español en el pasado, cuando en el año 2000 se hizo con la sede de la multinacional IBM, vendida seis años más tarde a Morgan Stanley por 220 millones de euros<sup>16</sup>.

Además de Singapur, también Qatar ha estado presente en el inmobiliario español a través de Katara Hospitality. Katara Hospitality compraba en junio de 2014 cinco hoteles InterContinental en cinco ciudades europeas incluida Madrid (además de Cannes, Amsterdam, Frankfurt y Roma). En el caso español, se estima que la filial hotelera de QIA (antigua Qatar National Hotels) que ya cuenta con 30 hoteles, habría pagado 60 millones de euros por el hotel madrileño al dueño del inmueble, el fondo, también catari, Ghanim Bin Saad & Sons Group Holdings (GSSG).

## Los fondos soberanos de co-inversión. El caso de España

Desde Europa, no han faltado los ejemplos de instrumentos de co-inversión pública capaces de atraer el capital de los fondos soberanos. Así, Italia, Francia, Irlanda o Rusia se han dotado de instrumentos de inversión capaces de atraer la liquidez de los grandes inversores soberanos. La idea principal consiste en la creación de un vehículo de inversión público (un fondo soberano en sí mismo, un fondo soberano de co-inversión, si se quiere denominar de algún modo) con el mandato de establecer fondos de inversión conjuntos junto a otros fondos soberanos. Los mandatos de estos fondos soberanos de co-inversión varían según el objetivo que se pretende alcanzar.

En el caso de Francia, en febrero de 2014 establecía CDC International Capital (CDCIC), 100% propiedad de Caisse des Dépôts Group, dedicada a establecer acuerdos de inversión con fondos soberanos y otros inversores institucionales, para apoyar la internacionalización de las empresas francesas. Ya cuenta con acuerdos con Qatar Holding, Mubadala y Russian Direct Investment Fund (RDIF)<sup>17</sup>.

Irlanda, tras el rescate de la banca nacional, rediseñó el antiguo National Pensions Reserve Fund y creó el Ireland Strategic Investment Fund (ISIF). Cambió la estrategia de ahorro generacional que sustentase pensiones futuras hacia una estrategia de inversión doméstica que fortaleciese el tejido productivo y el empleo. En este marco, el ISIF firmó en 2014 un acuerdo con China Investment Corporation (CIC) para crear un fondo de 100 millones de euros dedicado a invertir en empresas tecnológicas. Con un matiz, servir a la expansión internacional de las tecnológicas irlandesas hacia China y viceversa, convertir a Irlanda en la puerta de accesos de las tecnológicas chinas a Europa<sup>18</sup>.

También Italia, como refleja el Informe de Fondos Soberanos 2014, a través del Fondo Strategico Italiano (FSI) ha cerrado la formación de una *joint-venture* Qatar y la creación una compañía de inversión con Kuwait Investment Authority. En el caso italiano, el objetivo de la JV creada junto a Qatar Holding pasa por internacionalizar a aquellas compañías que mejor reflejen el “Made in Italy” en sectores como alimentación, bienes de lujo, diseño, turismo... En el caso del acuerdo con KIA, propiedad al 77% del FSI, contempla inversiones en el mismo rango que el FSI excluyendo cualquier inversión en la industria del juego o las bebidas alcohólicas. FSI también ha firmado acuerdos de inversión con KIC, CIC y RDIF (compromisos que pueden alcanzar los 1.000 millones de euros, cada uno)<sup>19</sup>.

<sup>15</sup> Información de la Revista Metros2, decana en el sector.

<sup>16</sup> Ver Financial Times, <http://www.ft.com/cms/s/2/73468dec-8c31-11da-9efb-0000779e2340.html#axzz3eRxWx05T>

<sup>17</sup> Más información y detalle de las redes de inversores en <http://www.cdccapital.fr/en/>

<sup>18</sup> Más información en <https://www.dfa.ie/news-and-media/press-releases/press-release-archive/2014/january/china-investment-fund/>

<sup>19</sup> Más información en la página del FSI <http://www.fondostrategico.it/en/joint-venture/joint-venture.html>

## 4. Fondos soberanos en España y América Latina: La consolidación de España como destino de inversión

España ha seguido la misma senda que sus socios europeos y, en abril de 2015, Cofides y el State General Reserve Fund (SGRF) del sultanato de Omán firmaron el acuerdo de creación de un fondo de inversión para la internacionalización de las empresas españolas. Omán, interesado en el aterrizaje de empresas españolas globales en su país, aportará 100 millones de euros, igualados por el Estado español, para conformar un fondo de 200 millones de euros. El fondo, que implica la creación de una gestora, estará a disposición de las filiales de empresas españolas que contemplen planes de proyección internacional con intención de presencia en Omán. Además de Omán, el acuerdo recoge un alcance geográfico mucho más amplio ya que incluye los países del Consejo de Cooperación del Golfo, África Oriental, Sur Asiático y Sudeste Asiático. El objetivo de Omán, como la mayoría de países del Golfo, consiste en posicionar al Sultanato como plataforma de enlace entre Europa y Asia (además de África Oriental). Omán busca beneficiarse de la experiencia en tecnología de empresas españolas, la creación de empleo, la transferencia tecnológica y la rentabilidad de las inversiones. Entre los sectores de interés: materiales de construcción e infraestructuras (en un país que tiene mucha infraestructura por desarrollar), agroalimentación (clave para un país con un clima más benigno que sus competidores al norte), energía (buscando mejoras de eficiencia y diversificación, dada la dependencia de los ingresos del gobierno en el petróleo: suponen el 77% a día de hoy) y el turismo (menos desarrollado que sus competidores en la región: Doha o Dubái).

Además de Omán, existen conversaciones para establecer acuerdos similares con Qatar. Cabe esperar que en un futuro no muy lejano, Cofides pueda crear una unidad, al estilo del CDCIC francés que sirva de referencia hacia el exterior y facilite la llegada de nuevos acuerdos. Así, un fondo soberano de co-inversión español podría obtener ventajas de visibilidad, eficiencia, control, impacto y rentabilidad. Comienza así una nueva tarea estratégica para esta entidad público-privada (Cofides es 54% capital público (ICEX, ICO y ENISA) y 46% capital privado, aportado por cuatro bancos: BBVA, Santander, Banco Popular y Sabadell, por orden de aportación al capital). El beneficio potencial para las empresas españolas en el exterior es relevante y claro: financiación y apertura de nuevos mercados; en paralelo, la relación que genera este tipo de acuerdos entre los países puede servir de base para establecer relaciones de largo plazo entre España y algunos de los fondos más importantes del planeta.

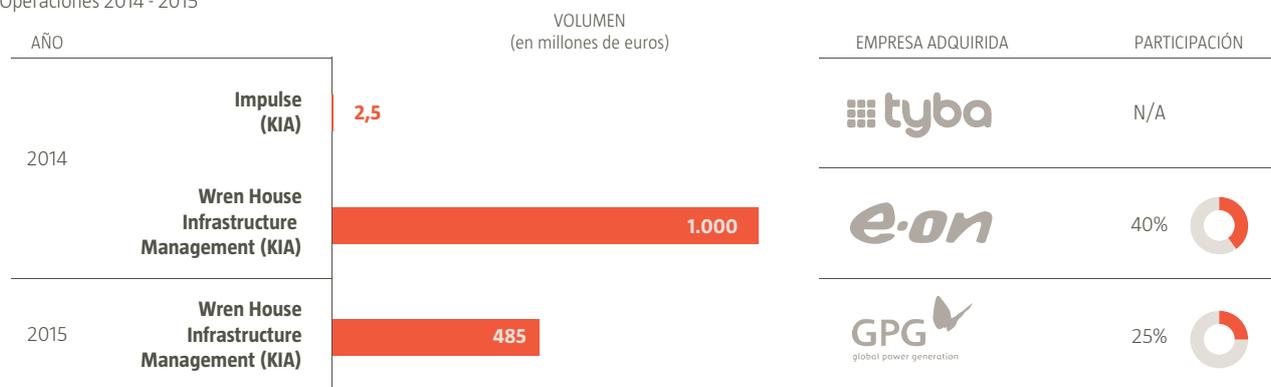
### América Latina: Dos velocidades a una marcha inferior

América Latina no vive los mejores momentos de su historia económica reciente. En concreto los ocho países de la región que cuentan con un fondo soberano, promediaban un crecimiento en 2014 próximo al 1.8%, si bien las diferencias entre los países son evidentes. Así, Venezuela, con una caída del PIB estimada por el Fondo Monetario Internacional del 4%, contrasta con el crecimiento del 6,2% de Panamá. En general, y tal como cada vez más analistas verifican, América Latina es más bien un conjunto de Américas

Gráfico 1

### El regreso a España de Kuwait Investment Authority (KIA)

Operaciones 2014 - 2015



Fuente: Elaboración propia (2015)

Tabla 5

## Exportaciones de materias primas de los países (con fondos soberanos) de América Latina y Caribe

	Exportaciones de materias primas (% PIB)	Tres principales exportaciones (% total)	Concentración de los mercados de destino (China)*	Destino principal	Principal exportación	Precio commodity principal, (Var. 2012-2015, %)
Trinidad y Tobago	37	90	82 (0)	Estados Unidos	Gas Natural	-32,89%
Chile	24.7	68	79 (30)	China	Cobre	-20,92%
Venezuela	20.2	94	88 (17)	Estados Unidos	Petróleo	-40,53%
Panamá	19.2	49	79 (0)	Ecuador	Petróleo	-40,53%
Perú	18.6	53	75 (20)	China	Oro y Cobre	-37,90% -20,92%
Colombia	13.2	78	80 (8)	Estados Unidos	Petróleo	-40,53%
México	7.7	61	91 (4)	Estados Unidos	Petróleo	-40,53%
Brasil	6.8	45	69 (29)	China	Hierro	-53,13%

Fuente: Elaboración propia con datos de "State of Commodity Dependence" UNCTAD (2014), IMF Primary Commodity Prices (2015). \*Porcentaje del total de exportaciones que representan los 5 principales mercados (y China).

Latinas y, hoy en día, podríamos hablar de dos grupos bien diferenciados. La Alianza del Pacífico promedió en 2014 un crecimiento del 2,5% (incluyendo México, Colombia, Perú y Chile), mientras que los países atlánticos como Brasil (0,2%) y Venezuela (-4%) muestran una tendencia más preocupante. Peor en Venezuela que en Brasil, que vive la parte baja de un ciclo coyuntural que puede transformarse en una estabilidad estructural en un país con una población educada, un sistema sanitario y judicial estable y un mercado financiero fuerte.

La región creció a un ritmo superior a los ASEAN-5 (Malasia, Indonesia, Filipinas, Tailandia y Vietnam) en 2011, esquivando la peor parte de la crisis económica mundial. De hecho, la región crecía por encima de la media mundial hasta 2012. Sin embargo, los factores de demanda internacional (concentrados en la ralentización de la demanda de materias primas en China), el fin de la política monetaria expansiva en Estados Unidos (que trajo consigo una depreciación relevante de las monedas en toda la región) y el fin del súper ciclo de precios de materias primas (agudizado por la caída en los precios del petróleo) hicieron que ya en 2014, América Latina y Caribe creciera por debajo de la media de la Unión Europea mostrando signos de agotamiento (ver Gráfico 1). El FMI no pronostica una recuperación de la región hasta 2016, cuando recupere la senda del crecimiento aunque a tasas insuficientes (2%).

La evolución en el precio de las materias primas ha afectado a los países con fondos soberanos de la región de manera muy sustancial. Los países latinoamericanos con fondos soberanos no presentan una dependencia homogénea con respecto a las materias primas (Tabla 5). Brasil, México o Colombia son países cuyas exportaciones de materias primas representan menos del 15% del PIB. Por otro lado, las exportaciones de commodities de Trinidad y Tobago, Chile y Venezuela representan más del 20% (hasta el 37% en el caso de Trinidad y Tobago). Un análisis de la concentración de las exportaciones muestra que Venezuela y Trinidad y Tobago mantienen una dependencia muy sustancial (superior al 90%) del petróleo y gas natural, respectivamente. Por contraste, Brasil, Panamá o México mantienen una diversificación exportadora en materias primas más equilibrada, con concentraciones próximas al 50%.

Esta variedad contrasta con la caída homogénea de la mayoría de los precios de las materias primas desde 2012. Encabezada por el hierro (principal *commodity* de exportación en Brasil) que sufrió una caída superior al 50% desde 2012 hasta junio de 2015; otras materias primas como el petróleo, el oro o el gas natural han sufrido caídas muy relevantes superiores al 40, 37 y 32 por ciento, respectivamente. Si unimos a estas caídas en los precios la desaceleración de la demanda china (principal destino de exportación de *commodities* en Chile, Perú y Brasil), el fin del súper ciclo de materias primas para América Latina es evidente.

## 4. Fondos soberanos en España y América Latina: La consolidación de España como destino de inversión

Tabla 6

### Fondos soberanos de América Latina y el Caribe

Ranking ESADEgeo	Fondo	2014 (\$bn)	2013 (\$bn)	Var. % (14/13)	País	Establecido	Origen de recursos
37	Fondo de Estabilidad Económica y Social	14,60	15,42	-5,32%	Chile	2007	Cobre
42	Fondo de Estabilización Fiscal	9,16	8,60	5,81%	Perú	2011	Fiscal
43	Fondo de Reserva de Pensiones	7,94	7,40	6,76%	Chile	2006	Cobre
48	Fundo Soberano do Brasil	6,85	7,10	-3,43%	Brasil	2008	Fiscal
49	Fondo Mexicano del Petróleo para la estabilización y el desarrollo	5,70	6,00	-5,00%	México	2015	Petróleo
51	Heritage and Stabilization Fund	5,60	4,70	19,15%	Trinidad y Tobago	2000	Petróleo
61	Fondo de Ahorro de Panamá	1,40	1,30	7,69%	Panamá	2011	Royalties
69	Fondo para la Estabilización Macroeconómica	0,70	1,80	-61,11%	Venezuela	1998	Petróleo
n/a	Colombia Sovereign Wealth Fund	n/a	n/a		Colombia	2011	Petróleo
	<b>TOTAL</b>	<b>50,8</b>	<b>51,8</b>	<b>-1,97%</b>			

Fuente: Elaboración propia con páginas web de los fondos y ESADEgeo (2015)

### Fondos soberanos de América Latina

Los fondos soberanos de América Latina han sufrido estos vaivenes de la economía global. En total, los ocho fondos soberanos de la región suman 50.800 millones de dólares en activos bajo gestión al término de 2014, cediendo 1.000 millones de dólares con respecto a 2013. Los fondos que han sufrido un impacto mayor son el chileno Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), el recién creado fondo mexicano y el brasileño Fundo Soberano do Brasil. Descartamos la evolución del fondo venezolano, cuyos activos han cedido más del 60% en el último año, inmerso en una crisis económica y social grave (ver Tabla 6).

El chileno FEES es el fondo soberano más grande de la región. Con 14.600 millones de dólares bajo gestión, ejemplifica bien el funcionamiento de los fondos de estabilización: compensar los déficits generados por menores ingresos fiscales, en el caso chileno procedentes principalmente del cobre, además de amortizar deuda pública.

El FEES no recibe aportaciones desde el segundo trimestre de 2013 (estas aportaciones al capital del fondo están reguladas por una "regla fiscal" que permite incrementar los activos del Fondo bajo determinadas circunstancias). En cambio, sí se han producido "retiros" por valor de 500 millones de dólares (en el segundo trimestre de 2014), transferidos al Fondo de Reserva de Pensiones (FRP, el otro fondo soberano chileno).

La exposición del FEES a instrumentos líquidos y renta fija no ha ayudado a mitigar la ausencia de aportes: desde el tercer trimestre de 2014, el FEES ha experimentado pérdidas de capital acumuladas superiores a los 1.150 millones de dólares. La rentabilidad de las inversiones en el mercado monetario y bonos soberanos en los últimos 12 meses es del -5,70%, en claro contraste con la rentabilidad positiva de su cartera de acciones (5,78%). Sin embargo, el FEES mantiene una política de inversión conservadora e invierte en renta variable tan solo el 8,1% de su cartera. Las principales posiciones son Apple, Exxon y Microsoft, con 23, 11 y 10 millones de dólares invertidos<sup>20</sup>.

<sup>20</sup> Ver Informe 2015 (I), disponible en [http://www.dipres.gob.cl/594/articles-133152\\_doc\\_pdf.pdf](http://www.dipres.gob.cl/594/articles-133152_doc_pdf.pdf)

En el caso del FRP, destinado a financiar futuras contingencias en materia de pensiones, la cartera no incluye depósitos bancarios y su exposición a los bonos soberanos supone un 46,9% frente al 66,8% del FEES. Además, FRP invierte un 15,8% de sus activos en acciones, con retornos similares a los de FEES, y con idénticas empresas liderando las posiciones en renta variable. La rentabilidad de la cartera, sin embargo, cae casi un 1,81% en dólares<sup>21</sup>. Tan solo el aporte recibido de FEES explica el crecimiento en los activos de FRP (6,8%).

El FEF peruano, por el contrario, ha experimentado un aumento de sus activos cercano al 6% en el último año, alcanzando los 9.100 millones de dólares. Fundado en el año 1999 con tan solo 100 millones de dólares, ha multiplicado casi por 100 el valor del fondo en los últimos 15 años, siguiendo una clara regla fiscal. Un ejemplo de "austeridad" en la región no exento de críticas. Perú ha incrementado el volumen de sus activos pero la rentabilidad de sus inversiones es cercana al 0,2%, insuficiente para una economía con necesidades claras de inversión en infraestructuras, innovación y educación<sup>22</sup>. Tal como comenzó Chile hace unos años, la flexibilidad en la estrategia de inversión podría impulsar la rentabilidad.

Por otro lado, Perú podría establecer un fondo de co-inversión que facilite la llegada de fondos de capital privado y público (pensiones o soberanos) con el foco puesto en la innovación y las infraestructuras. Una regla más flexible que incluyera la inversión doméstica en otras clases de activos podría ayudar a cubrir el gap de inversión que enfrenta el país pero debería ir acompañada de un proceso de transparencia y gobernanza. El Fondo de Estabilización Fiscal tiene niveles de transparencia muy limitados. La única información oficial disponible muestra el balance simplificado anual y no ofrece información de gobierno corporativo, política de inversión, distribución geográfica, o los objetivos del fondo<sup>23</sup>.

Por su parte, el Fundo Soberano do Brasil, cedió un 3,43% de su valor con respecto a 2013, cerrando 2014 por debajo de los 7.000 millones de dólares. Con una transparencia notoriamente mayor que la reflejada por el FEF peruano, el FSB publica trimestralmente la evolución del fondo<sup>24</sup>. Gracias a esta transparencia es posible apreciar el impacto elevado que tiene sobre el valor de los activos de FSB la depreciación del real frente al dólar. El Consejo Asesor del FSB continúa con la decisión de invertir únicamente en activos domésticos denominados en reales, aunque no existe una prohibición legal para invertir en el exterior (la denominada "carteira efetiva internacional")<sup>25</sup>. Esta política de inversión doméstica lleva a mantener la totalidad de la cartera en activos denominados en reales brasileños. Así, en los últimos doce meses, el FSB en moneda local ha incrementado el valor de sus activos un 10,23%, desde los 16.678 millones de reales a los 18.384 millones, mostrando una mejora sustancial en la cartera de renta fija frente a la variable (principalmente acciones en el Banco do Brasil depreciadas un 2,6%). Sin embargo, en el mismo periodo, el real se depreciaba frente al dólar un 14.1%. El resultado neto es una pérdida de valor en dólares del FSB próxima al 3,5%. El riesgo cambiario al que se expone el FSB no se observa en el caso de Chile o Perú, cuyos activos están mayoritariamente denominados en dólares.

<sup>21</sup> Ver Informe 2015 (I), disponible en <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-reserva-de-pensiones/informes-trimestrales/informe-enero-marzo-2015.html>

<sup>22</sup> Información sobre la rentabilidad del fondo en Gestión, 16 abril 2015, <http://gestion.pe/opinion/desaceleracion-y-fef-contrasentido-juan-jose-marthans-2129193>

<sup>23</sup> La última información disponible en [http://www.mef.gob.pe/contenidos/tesoro\\_pub/FEF2014.pdf](http://www.mef.gob.pe/contenidos/tesoro_pub/FEF2014.pdf)

<sup>24</sup> Disponible en portugués en <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorios-de-monitoramento>

<sup>25</sup> La inversión internacional es un criterio fundamental para determinar si un fondo público es un fondo soberano. Se puede consultar el trabajo Capapé y Guerrero (2014) sobre la definición de "fondo soberano" disponible en <http://fletcher.tufts.edu/SovereignNet/Research/More-Layers-Than-an-Onion>



# Fondos soberanos de países musulmanes: Impulsando la industria Halal y las finanzas islámicas

**Tomás Guerrero**

Investigador en ESADEgeo, ESADE Business School, Investigador Asociado en The Fletcher School, Tufts University y Director del Instituto Halal en Madrid

**José María Fuentes**

Ex Sub-Secretario del Foro Internacional de Fondos Soberanos del Fondo Monetario Internacional

## 5. Fondos soberanos de países musulmanes: Impulsando la industria Halal y las finanzas islámicas

Si cruzamos las proyecciones demográficas por confesión religiosa con las economías que están registrando mayores tasas de crecimiento y poseen una clase media emergente, comprobamos que el crecimiento económico presente y futuro, y por ende las oportunidades de negocio más atractivas, se concentran en el corto, medio y largo plazo en los países de mayoría musulmana.

En 2010 la población musulmana representaba un 23,4% de la población mundial y se aproximaba a los 1.600 millones de habitantes. Según las últimas estimaciones, en 2030 rebasará los 2.200 millones hasta situarse en un 26,4% de la población total<sup>1</sup>, lo que supone un crecimiento esperado para los próximos 20 años de un 37,5%.

Esta población, con una edad media próxima a los 25 años, se concentra en las regiones más dinámicas del planeta. Para el período 2013-2018 las últimas estimaciones indican que el PIB de los 57 países miembros de la Organización para la Cooperación Islámica (OCI) va a crecer un 6,3% de media frente al 5,3% de la media mundial. Asimismo, se estima que para el año 2030 un 66% de la clase media total mundial se localice en la región de Asia/Pacífico, donde los musulmanes representaban casi un 25% en el año 2014 y se espera que superen los 1.300 millones de habitantes (1.000 en 2010) en 2030<sup>2</sup>.

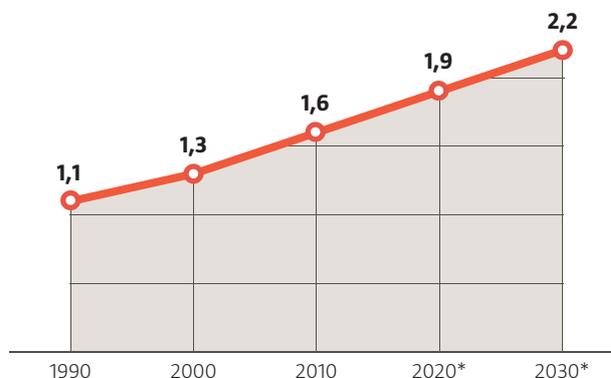
Recientemente, el Fondo Monetario Internacional ha publicado cuáles van a ser las diez economías que más van a crecer en 2015. Entre ellas encontramos varios países de mayoría musulmana como Turkmenistán (9%), Costa de Marfil (7,75%) o el Chad (7,59%) y países como la India (7,46%), que sin ser de mayoría musulmana es el tercer país con mayor número de musulmanes, 140 millones<sup>3</sup>.

Para gestionar la riqueza generada por este crecimiento, motivado en gran parte por la explotación de sus abundantes recursos naturales, y desarrollar un modelo de solidaridad intergeneracional que permita a las promociones venideras disfrutar de la riqueza que los recursos naturales finitos están produciendo a las generaciones presentes, muchos de estos países han decidido dotarse de fondos soberanos.

Gráfico 1

### Crecimiento de la población musulmana

Miles de millones



### % DE LA POBLACIÓN MUNDIAL



\*Pronóstico\estimación

Fuente: The Halal Economy and the Islamic Capital Market, KFH Research Ltd (2014)

### Liderando la industria de los fondos soberanos

El establecimiento de fondos soberanos en países musulmanes, pese a tener su gran eclosión en este siglo, se remonta a 1953, cuando Kuwait se convierte en el primer Estado soberano en crear un fondo de este tipo. En la actualidad, en el mundo existen 92 fondos soberanos y el valor de sus activos rebasa a los 7 billones de dólares. La mayoría de ellos están en Oriente Medio, hogar de un gran número de países de mayoría musulmana. Así, el 39% de los fondos soberanos del mundo (36 de 92) se han configurado en países musulmanes. El 46,4% de los activos gestionados por los fondos a nivel global (3,3 de los más de 7 billones de dólares), lo están por fondos de estos países. Regionalmente, el 64% de los vehículos de países musulmanes están en Oriente Medio, el resto, casi a partes iguales, se lo reparten África, Asia-Pacífico y Asia Central.

Algunos de los mayores fondos soberanos del mundo se han constituido en países musulmanes (Tabla 1), destacando los grandes fondos de Oriente Medio. De esta forma, y tan solo por detrás del fondo noruego, el mayor del mundo en cuanto a activos gestionados, se sitúan Abu Dhabi Investment Authority y SAMA

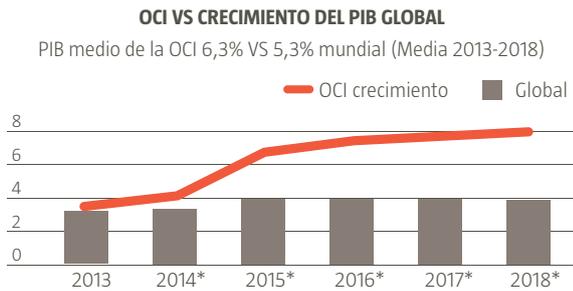
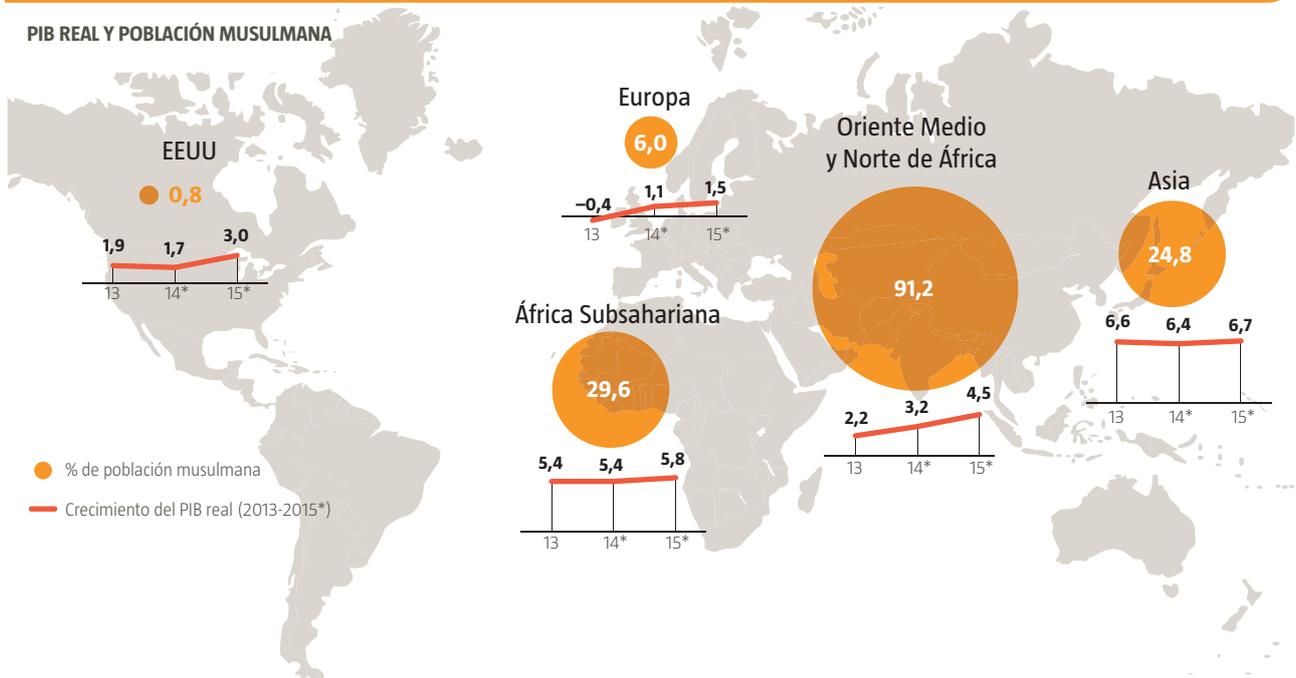
<sup>1</sup> The future of the Global Muslim Population, Pew Research, 2011.

<sup>2</sup> Hitting the sweet spot: The growth of the middle class in emerging markets, Ernst & Young, 2013.

<sup>3</sup> IMF World Economic Outlook, April 2015

Gráfico 2

Creciendo por encima de la media mundial



\* Pronóstico\estimación

Fuente: The Halal Economy and the Islamic Capital Market, KFH Research Ltd (2014)

Foreign Holdings, de Emiratos Árabes Unidos y Arabia Saudí, que gestionan 773.000 y 744.000 millones de dólares respectivamente. Tras éstos, e intercalándose con otros asiáticos de países no musulmanes, se sitúan Catar, Kuwait y otros fondos de Emiratos, por encima de los 100.000 millones de dólares gestionados. Y ya por debajo de 100.000 empiezan a aparecer fondos de Asia Central, Asia-Pacífico y África, que completan las zonas donde se sitúan los fondos soberanos de países musulmanes.

Cabe destacar que Emiratos Árabes Unidos acumula hasta nueve fondos soberanos, gestionando más de 1 billón de dólares en activos, todos derivados de la exportación de hidrocarburos, lo que supone que un solo país controla la tercera parte de todos los activos de los fondos soberanos de países musulmanes, y la séptima parte del total mundial.

## 5. Fondos soberanos de países musulmanes: Impulsando la industria Halal y las finanzas islámicas

En cuanto al origen de los recursos que nutren estos fondos, conviene recordar que los pertenecientes a los países musulmanes se han desarrollado, principalmente, a partir de los ingresos generados por la exportación de recursos naturales como gas y petróleo, siendo tan solo siete los que tienen otro origen.

El comportamiento de estos fondos ha estado condicionado por diferentes circunstancias macroeconómicas, sociales y geopolíticas que han determinado sus estrategias de inversión. Además hay destacar que en estos países la religión mayoritaria, el Islam, independientemente de que constituya, en mayor o menor medida,

Tabla 1

### Fondos soberanos de países musulmanes

Ranking	Fondo Soberano	Activos Gestionados (MM\$)	Fuente	País	Fundación
1	Abu Dhabi Investment Authority	773,00	Petróleo	EAU	1976
2	SAMA Foreign Holdings	744,10	Petróleo	Arabia Saudí	1952
3	Kuwait Investment Authority	548,00	Petróleo	Kuwait	1953
4	Qatar Investment Authority	304,00	Petróleo & Gas	Catar	2005
5	Investment Corporation of Dubai	160,00	Petróleo	EAU	2006
6	Abu Dhabi Investment Authority	90,00	Petróleo	EAU	1999
7	Samruk-Kazyna	88,30	Superávit Fiscal	Kazajistán	2008
8	National Oil Fund of the Republic of Kazakhstan	71,80	Petróleo	Kazajistán	2000
9	International Petroleum Investment Company	68,30	Petróleo	EAU	2000
10	Mubadala Development Company	66,30	Petróleo	EAU	2002
11	National Development Fund of Iran	64,80	Petróleo & Gas	Irán	2011
12	Libya Investment Authority	60,00	Petróleo	Libia	2006
13	Revenue Regulation Fund	55,00	Petróleo & Gas	Argelia	2000
14	Khazanah Nasional	41,60	Superávit Fiscal	Malasia	1993
15	Brunei Investment Agency	39,30	Petróleo	Brunéi	1983
16	State Oil Fund of Azerbaijan	37,10	Petróleo	Azerbaiyán	1999
17	1 Malaysia Development Fund	15,70	Superávit Fiscal	Malasia	2009
18	Emirates Investment Authority	15,00	Petróleo	EAU	2007
19	State General Reserve Fund	13,00	Petróleo & Gas	Omán	1980
20	Dubai Investment Capital	13,00	Petróleo	UAE	2004
21	Bahrain Mumtalakat Holding Company	10,60	Superávit Fiscal	Bahréin	2006
22	Oman Investment Fund	6,00	Petróleo	Omán	2006
23	Arab Petroleum Investment Corporation	5,60	Petróleo	Arabia Saudí	1975
24	Sanabil Investments	5,30	Petróleo	Arabia Saudí	2009
25	Gulf Investment Corporation	2,70	Petróleo	Kuwait	1982
26	Government Investment Unit	1,30	Superávit Fiscal	Indonesia	2006
27	Nigerian Sovereign Investment Authority	1,30	Petróleo	Nigeria	2011
28	Fonds Souverain d'Investissements Stratégiques	1,00	Superávit Fiscal	Senegal	2012
29	Palestine Investment Fund	0,77	Superávit Fiscal	Palestina	2003
30	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0,08	Petróleo & Gas	Mauritania	2006
31	Future Generations Fund	0,40	Petróleo	Bahréin	2006
32	National Investment Corporation	n/a	Petróleo	Kazajistán	2012
33	RAK Investment Authority	n/a	Petróleo	EAU	2005
34	Oman Investment Corporation	n/a	Petróleo	Omán	2005
35	Dubai World	n/a	Petróleo	EAU	2006
36	National Investment Fund	n/a	Petróleo	Siria	2012
	<b>Total</b>	<b>3.300</b>			

Fuente: ESADEgeo, 2015.

fuerza de derecho en el ordenamiento jurídico del país, ofrece al sector económico-financiero reglas, soluciones y restricciones diferentes a las convencionales, creando posibilidades adicionales de actuación en el mercado que otros países no consideran.

### Gobierno, transparencia y supervisión

Más de la mitad de los fondos soberanos de países musulmanes fueron creados en la primera década de este siglo, coincidiendo con la escalada de los precios del petróleo. Así, en el pasado siglo tan solo había 8 fondos y en los primeros 10 años de éste, se establecieron 22 nuevos, triplicándose el número de países musulmanes con fondo soberano en la actualidad.

La última crisis internacional provocó fuertes correcciones, generadas por los excesos de riesgo tomados, coincidiendo con la escalada de precios del petróleo. Esto se tradujo en fuertes críticas internas y ajustes de gobernanza y gestión de riesgo que, ahora, con la caída de los precios del petróleo, están tomando de nuevo fuerza. Los fondos soberanos de países musulmanes, sobre todo en Oriente Medio, están transformando su imagen, basándose más en economías de activos financieros, dejando atrás la de productores de hidrocarburos.

Además, se ha producido una presión interna para aumentar el peso de las finanzas islámicas, al ver cómo este sector ha sido más resistente durante la crisis. Y de esta forma se plantea aumentar la inversión dentro del ámbito islámico (banca islámica, seguros *takaful*, etc.) y utilizar vehículos financieros *Sharia compliant* (conformes a la ley islámica).

La posición geopolítica de éstos es un factor importante, sobre todo para aquellos que están en zonas con conflictos abiertos o luchas geoestratégicas, ya que ciertas decisiones de inversión pueden ser tomadas como decisiones políticas y no estrictamente financieras, lo que ha llevado en algunos casos a duras críticas.

Desde el punto de vista legal, la mayoría de los fondos soberanos de países musulmanes han sido establecidos a través de entidades con personalidad jurídica propia (Kazajistán, Azerbaiyán, Argelia, Irán, Omán, Indonesia, Qatar, Bahrein y la mayoría de los fondos de Emiratos). Sin embargo, otros, como Brunei, son simples agencias dependientes de alguna rama de la administración pública. Malasia y Palestina son sociedades limitadas públicas.

La mayoría de los fondos soberanos de países musulmanes dependen de los respectivos gobiernos o gobernantes, mientras que los de otros países generalmente dependen de los bancos centrales o de un consejo de administración independiente.

Si hablamos de su estructura de gobierno y transparencia, son estos fondos los que generan mayor preocupación en este aspecto, lo que les ha llevado a realizar un esfuerzo para mejorar y adecuarse a las prácticas internacionales. Así, un tercio de los fondos soberanos de países musulmanes pertenecen al International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF).

### Los fondos soberanos de los países musulmanes ante las finanzas islámicas

A la hora de analizar las estrategias y operaciones de los fondos soberanos de países musulmanes bajo los preceptos de las finanzas islámicas, hay que diferenciar los términos de estas inversiones en función de que cumplan en mayor o menor medida dichas reglas o promuevan esta forma de operar en el mercado<sup>4</sup>.

Por otra parte, y en términos de buenas prácticas, los que promueven el uso de las finanzas islámicas en las operaciones de los fondos soberanos se apoyan en que, bajo sus preceptos, se promueve la transparencia en las transacciones para conseguir la justicia social, la equidad y la ecuanimidad (Corán, 2:282). Además enfatizan expresamente el cumplimiento de contratos y compromisos en base a la honestidad (Corán, 4:135; 5:89; 5:108). Por ello abogan por que las operaciones de los fondos soberanos estén dentro del marco de la ley islámica y que al mismo tiempo que se implementan compromisos de buenas prácticas, como los Principios de Santiago<sup>5</sup>, se preste atención a los preceptos que culturalmente le pertenecen y que comparten la misma filosofía.

Son varias las circunstancias que están modificando la estrategia de utilización o no de las finanzas islámicas en las operaciones de los fondos soberanos de países musulmanes. La reciente crisis internacional ha mostrado cómo los sectores bajo el paraguas de estos preceptos han sufrido en mucha menor medida, convirtiéndose paulatinamente en un refugio para capitales procedentes de países musulmanes y no musulmanes.

<sup>4</sup> Los datos serán ofrecidos de manera agregada ya que la información resulta muy sensible a estos fondos, por lo que supone en cuanto al cumplimiento o no de reglas que los estados de los que dependen promueven, o que forman parte del ordenamiento jurídico existente. Por otra parte, resulta evidente la imposibilidad de constatar que en las operaciones de inversión de los distintos fondos soberanos se estén utilizando formas contractuales *Sharia compliant*, o hasta qué punto las reglas de las finanzas islámicas son recogidas en ellos. Por lo tanto, los datos ofrecidos son estimaciones basadas en la recopilación de operaciones de inversión, así como en los testimonios de altos dirigentes de la mayoría de los fondos soberanos aquí tratados. En el transcurso de esta investigación, la obtención de estos datos ha requerido el compromiso de no revelar su procedencia y que la adición de los mismos no revele a qué fondo soberano corresponden. Las opiniones vertidas por los consultados, si bien corresponden al más alto nivel de gobierno, no tienen por qué corresponder a la realidad de toda la institución, aunque sí se ha probado que resulta, al menos, muy representativa. Agradecer desde aquí, en cualquier caso, la confianza depositada al compartir esta información.

<sup>5</sup> Una serie de principios, propuestos por el International Working Group (IWG) of SWFs en 2008, bajo la supervisión del Fondo Monetario Internacional, que tratan de reunir las mejores prácticas para reducir los temores de los gobiernos receptores de inversión y mejorar la gobernanza de sus miembros.

## 5. Fondos soberanos de países musulmanes: Impulsando la industria Halal y las finanzas islámicas

Distintos movimientos sociales han pedido a los gestores y dirigentes de estos países que al igual que ellos están bajo la ley islámica, en algunos casos aplicada de manera muy estricta, las estrategias y operaciones de sus fondos soberanos cumplan los mismos preceptos.

El fuerte desarrollo de las finanzas islámicas, con dos polos fundamentales, Oriente Medio y el Sudeste Asiático, ha generado mercados especializados en productos Shariah compliant, que han puesto a disposición de los fondos soberanos más oportunidades.

Al mismo tiempo, la llegada de las finanzas islámicas a los mercados financieros de países no musulmanes (recordemos las reformas legales realizadas en varios países europeos<sup>6</sup> para poder operar bajo finanzas islámicas) ha permitido que se generen oportunidades más allá de los países musulmanes y que la necesidad de los países occidentales por la atracción de capitales promueva el ofrecimiento de estas operaciones como método de captación.

Por el contrario, el hecho de utilizar, por parte de los fondos soberanos de países musulmanes, instrumentos financieros *Shariah compliant* o promover con sus inversiones en el exterior negocios islámicos, es visto por algunos sectores como una islamización de la economía y una imposición de acervos culturales y religiosos que no pertenecen a los países de destino de estas inversiones.

El uso de las finanzas islámicas en las inversiones de los fondos soberanos de países musulmanes no puede ser considerado como un bloque homogéneo de operaciones, ya que en función de cómo y dónde se realiza la inversión surgen grandes diferencias. Así, podríamos agrupar las operaciones de estos fondos en: a) operaciones certificadas o inversiones con/en productos financieros *Shariah compliant*, b) inversiones que cumplen reglas de finanzas islámicas pero no están certificadas como tal, c) inversiones en instituciones o proyectos islámicos y d) el resto.

Por otra parte, existe una gran diferencia entre las inversiones que se hacen dentro del país y las que se realizan a nivel internacional. Sobre todo en cuanto a que, tanto las operaciones como los destinatarios de las inversiones internas, están sujetas a leyes que pueden ya ser de por sí islámicas, ya que el ordenamiento jurídico así lo determina.

<sup>6</sup> Países como Reino Unido, Francia o Irlanda han llevado a cabo recientemente las modificaciones legales necesarias para que las finanzas islámicas puedan operar con naturalidad en sus respectivas economías. España, por el contrario, aún no tiene definida la posibilidad de este cambio regulatorio, aunque sí se ha generado ya una iniciativa por parte de los expertos en finanzas islámicas del país, y en colaboración con instituciones internacionales, para promover y poner a disposición del gobierno datos al respecto.

En el mundo existen 1.181 fondos islámicos<sup>7</sup>, ninguno de ellos es un fondo soberano. A día de hoy no existe un Fondo Soberano Islámico (ISWF), aunque existen ya algunos trabajos que plantean los pros y los contras de su existencia<sup>8</sup>.

En referencia a cómo las finanzas islámicas forman parte de la estrategia de inversión de estos fondos conviene reseñar que:

- De los fondos de países musulmanes a los que se ha tenido acceso a la documentación necesaria, ninguno incluye en sus documentos legales de constitución, estatutos o principios básicos el mandato ni la preferencia de operar bajo los preceptos islámicos o invertir en productos islámicos. Tan solo alguno hace referencia a la ley islámica, pero como marco legal del país en el que opera la institución.
- El 77% de los fondos soberanos de países musulmanes han expuesto en el seno de sus órganos de gobierno el deseo de incrementar significativamente las operaciones realizadas bajo finanzas islámicas.
- El 28% sí tiene definido como estrategia, pero sólo para sus inversiones domésticas, el apoyo a negocios islámicos. El 3% define como estrategia la promoción de negocios islámicos en inversiones internacionales, aunque siempre recogiendo políticas de actuación de otras ramas del gobierno o entes públicos promotoras del Islam en el exterior.
- El 71% de los consultados dicen que los preceptos islámicos no son un parámetro, a priori, que esté en consideración en el momento de toma de decisiones de inversión.

Aunque no se han podido determinar, por falta de datos, las posibles diferencias que sectorialmente se pudieran producir. En términos generales:

- El 26% de los consultados declaran que utilizan tanto instrumentos Shariah compliant como convencionales.
- De los consultados que afirman operar con proyectos bajo finanzas islámicas, el 72% declara que normalmente depende del socio con el que estén trabajando en cada inversión.
- El 61% reconoce que han aumentado las posibilidades de operaciones bajo finanzas islámicas en los mercados financieros de países no musulmanes.

<sup>7</sup> Thomson Reuters, 2015.

<sup>8</sup> Lawrence Jonathan, "The pros and cons of an Islamic sovereign wealth fund", Islamic Finance News, 2011.

Si atendemos a la clasificación expuesta anteriormente, se estima que el 21% de las inversiones se pueden considerar islámicas, tomando como tal las tres primeras categorías expuestas (a, b y c). Esta cifra resulta sorprendentemente alta con lo dicho anteriormente, teniendo en cuenta que, como hemos explicado, las finanzas islámicas no constituyen para los fondos soberanos un mandato específico. Sin embargo, se explica por la cantidad de operaciones de inversión doméstica o en otros países musulmanes, y por otra parte en industrias que entran dentro de categoría de islámico (banca, emisión de bonos *sukuk*, industria agroalimentaria *Halal*, seguros *takaful*, etc.). De éstas un 87% aproximadamente corresponden a operaciones de inversión domésticas.

La inversión más típica en este sentido es la realizada en un banco islámico nacional, como veremos más adelante. Destacar, por otra parte, el aumento en las operaciones con bonos *sukuk*. La importancia y el volumen de los *sukuk* en los mercados internacionales en los últimos años son muy significativos y han sobrepasado las fronteras del mundo islámico, convirtiéndose en un elemento de inversión muy apetecible para los fondos soberanos. De hecho, los fondos soberanos no solo están realizando compras sino que se han lanzado a realizar emisiones (Infografía 3). Recientemente, uno de los dos fondos soberanos de Bahréin, el Mumtalakat Holding Company, levantó 600 millones de dólares mediante la venta de bonos islámicos, y los dos fondos soberanos de Malasia, Khazanah Nasional y 1MDB, anunciaron nuevas emisiones, por valor de 278 y 2.400 millones de dólares respectivamente. Khazanah Nasional tiene previsto lanzar este año el primer tramo de 27 millones de dólares de los 280 millones de dólares del llamado "*Sustainable and Responsible Investment sukuk*" (SRI *sukuk*). Los directivos en los fondos soberanos consultados sobre la emisión de bonos *sukuk* expresan la conveniencia de su emisión a corto plazo como instrumento de control de gestión de liquidez.

Los fondos soberanos de países musulmanes difieren entre sí, en cuanto a las operaciones realizadas, según el desarrollo temporal que hayan tenido. Los surgidos en la década actual, han recogido la experiencia de aquellos que pasaron lo más duro de la crisis y sufrieron en sus activos los recortes del mercado. Por otra parte, en los primeros años de vida el peso de las inversiones domésticas, que ayuden al desarrollo económico del país, es mayor. En segundo lugar, los fondos surgidos en época de máximos del petróleo y que vivieron la crisis desde el principio acumulan una experiencia que les ha llevado, en general, a reestructurar sus organismos de gobierno y plantearse una estrategia de inversión dentro de un ámbito de mayor control y estudio.

Teniendo en cuenta que la gran mayoría de los fondos soberanos de países musulmanes se nutren de ingresos procedentes de los hidrocarburos, la tendencia inicial a invertir en este sector, del cual son expertos y buscando un mantenimiento de las estructuras económicas, ha ido derivando a criterios de mayor diversificación (exceptuando oportunidades que surgen del hallazgo o desarrollo primario de recursos).

Por otra parte, los fondos con mayor trayectoria y experiencia han aumentado significativamente la cantidad de operaciones en países emergentes, produciéndose un auge de las relaciones Sur-Sur que, en numerosas ocasiones, han sido desarrolladas con fórmulas de colaboración y coinversión. Esto viene apoyado, además, por el agotamiento de las oportunidades que la crisis abrió en mercados desarrollados, que se pusieron a disposición de estos fondos. Poco a poco, las mejores inversiones disponibles han sido captadas y la mejora de la economía ha llevado también a que los precios se vayan recuperando. Cuestión que se ve muy claramente en el sector inmobiliario, cuya evolución ha marcado el interés de los fondos soberanos.

No hay que obviar, en cualquier caso, que los fondos, sobre todo de Oriente Medio, han mantenido, históricamente, posiciones fuertes en la parte más conservadora de su portfolio, con deuda pública, divisas, etc.

Destacar que, como se ha explicado, el desarrollo del mercado financiero islámico ha propuesto inversiones para el desarrollo interno de este sector, sobre todo en la participación de bancos islámicos, empresas y proveedores de seguros *takaful*, etc. (Infografía 3).

Internacionalmente, los fondos soberanos de países musulmanes también han realizado operaciones bajo finanzas islámicas, incluso en países no musulmanes, como la constitución del Hyperion Australian Equity Islamic Fund, a través del Banco Central de Bahréin y apoyado por su fondo soberano.

Se podría decir, en resumen, que el agotamiento de las grandes oportunidades que la crisis trajo en países desarrollados ha ido disminuyendo y el peso de las operaciones en países emergentes se incrementa, explorando, además, para estas operaciones, nuevas fórmulas de coinversión con otros operadores. Por otra parte, el creciente desarrollo de las finanzas islámicas ha llevado a que sean el destino de cada vez más cantidad de recursos.

## 5. Fondos soberanos de países musulmanes: Impulsando la industria Halal y las finanzas islámicas

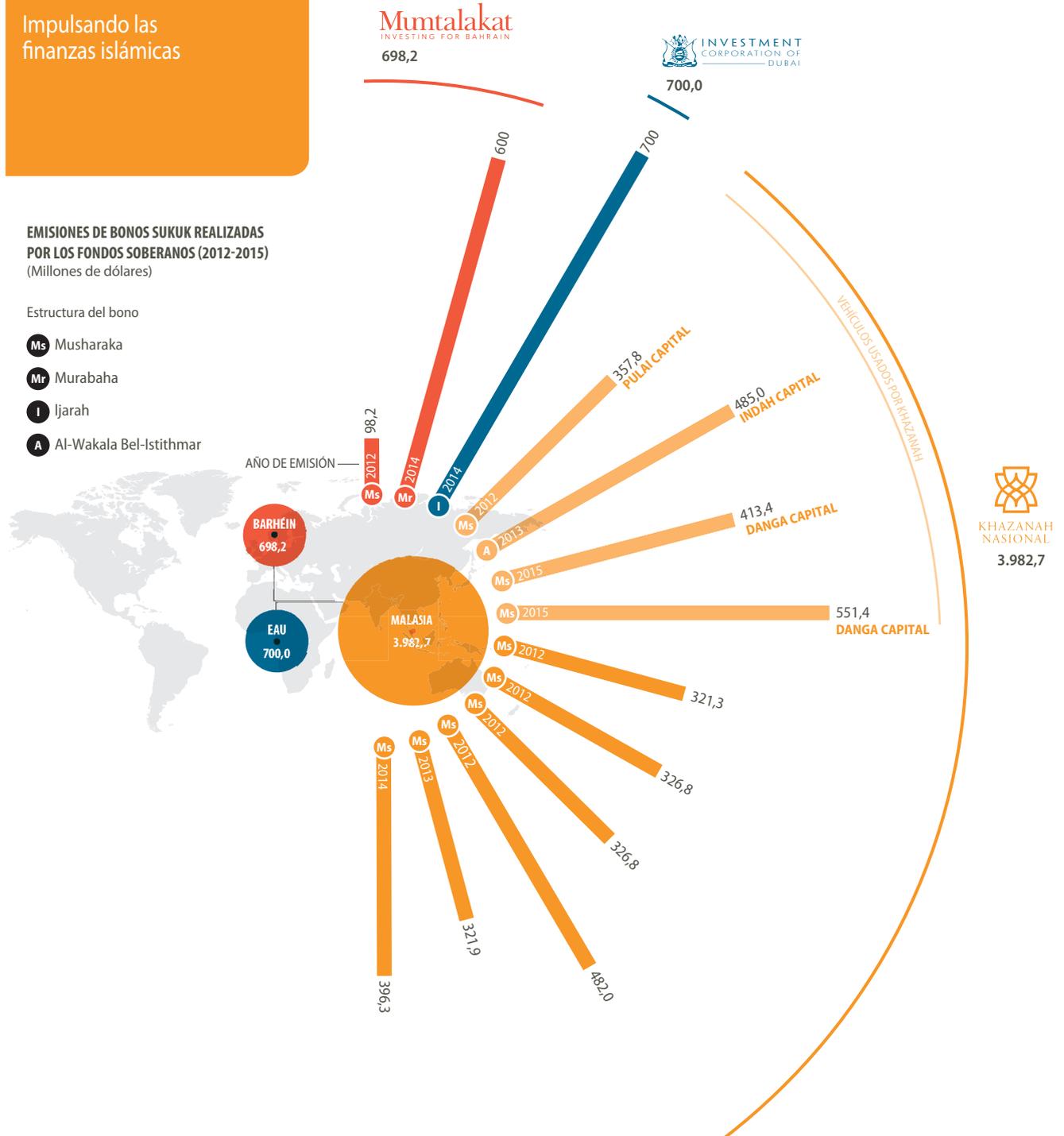
Infografía 3

### Impulsando las finanzas islámicas

**EMISIONES DE BONOS SUKUK REALIZADAS POR LOS FONDOS SOBERANOS (2012-2015)**  
(Millones de dólares)

Estructura del bono

- Ms** Musharaka
- Mr** Murabaha
- I** Ijarah
- A** Al-Wakala Bel-Istithmar



Fuente: Thomson Reuters (2015)



## 5. Fondos soberanos de países musulmanes: Impulsando la industria Halal y las finanzas islámicas

### La alimentación Halal despierta el apetito de los fondos soberanos

En la actualidad, la práctica totalidad de los países de mayoría musulmana importan gran parte de los alimentos que consumen. Son importadores netos de alimentos, Halal (permitidos por la Sharia) en su inmensa mayoría. En 2013, los musulmanes gastaron 1,2 billones de dólares en alimentación y bebidas, el equivalente al 17,7% del gasto global en alimentos hecho ese año. De estos, 1 billón fue destinado a la adquisición de alimentos Halal por parte de la comunidad musulmana de los 57 países miembros de la Organización para la Cooperación Islámica (OCI)<sup>9</sup>.

Los principales factores que explican esta dependencia son tres: las adversas condiciones climatológicas, la ausencia del know how y la tecnología necesaria para hacer más productiva la producción de alimentos, así como el crecimiento exponencial de la población, que dispone de mayor renta disponible y comienza a asumir patrones de consumo occidentales.

Aún así, no llueve igual para todos. Según las últimas estimaciones del World Integrated Trade Solution (WITS), proyecto conjunto del Banco Mundial, Naciones Unidas y la Organización Mundial del Comercio, los países más dependientes en el año 2013, y por ende más vulnerables a los cambios en los precios de los alimentos, que recordemos fue el detonante de las revoluciones populares en el Magreb conocidas como primavera árabes, eran: Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos (EAU), Argelia y Egipto. Naciones con déficits en las balanzas comerciales de alimentos próximos a los 21.000, 11.000, 10.000 y 7.000 millones de dólares respectivamente. Como se puede apreciar en el Gráfico 3, otros países de mayoría musulmana como Catar, Marruecos o Kazajistán también presentaban saldos negativos, aunque por montos mucho más razonables.

En la otra cara de la moneda, encontramos a los países de mayoría musulmana del Sudeste asiático, Indonesia y Malasia, exportadores netos de alimentos con saldos positivos en sus balanzas comerciales en 2013. Fuera del Sudeste asiático, solamente Turquía es capaz de seguir la estela de los dos anteriores. Frente a los 15.568 millones de dólares de Indonesia y los 9.499 de Malasia, la balanza comercial de Turquía arrojaba en 2013 un balance positivo de 5.860 millones de dólares.

Esta dependencia del exterior que presentan muchas de las economías islámicas ha llevado a sus gobiernos a mover ficha. El objetivo es doble: por un lado, desarrollar la capacidad *in house*

necesaria para abastecer la creciente demanda doméstica de alimentos y así intentar reducir paulatinamente el grado de dependencia; y por otro, aprovechar la excelente oportunidad que representa el auge de la alimentación en general, y la Halal en particular, para generar riqueza. Para conseguirlos, los gobiernos de muchos de estos países, en especial los de Oriente Medio, han apostado por los fondos soberanos.

El caso más representativo es sin duda el de Qatar Investment Authority, el fondo soberano de Catar, que gestiona activos por valor de 304.000 millones de dólares. En 2008, el fondo movilizó 1.000 millones de dólares para dotarse de un brazo inversor especializado en el sector de la agricultura y la ganadería: Hassad Food. Con un horizonte de inversión de 50 a 100 años, el vehículo tiene por mandato acometer inversiones en el sector agroalimentario para garantizar la provisión de alimentos Halal del país en el largo plazo y obtener suculentos retornos.

En 2009 comenzó su actividad. Puso en marcha Hassad Qatar, su brazo doméstico, con el objetivo inicial de asegurar el suministro de alimentos para los animales de las explotaciones cataríes mediante la producción y adquisición de forraje. También firmó, a través de esta filial, un acuerdo por valor de 68 millones de dólares con la empresa omaní A'Saffa Foods para levantar en el sur de Catar una granja con capacidad para producir anualmente 17.000 toneladas métricas de pollo Halal y 90 millones de huevos, un 20% aproximadamente de la demanda catarí de estos alimentos.

Asimismo, Hassad Food anunció la creación de una *joint venture* con el gobierno sudanés. Con un capital aproximado de 100 millones de dólares, la nueva sociedad, propiedad de Hassad Food al 75%, tenía intención de explotar 250.000 hectáreas en el norte del país africano para asegurar el suministro de alimentos Halal para ambos países.

En 2010 destinó 500 millones de dólares a la constitución de su filial australiana, Hassad Australia. Mediante la misma, ha adquirido granjas y explotaciones agrícolas en New South Wales, Queensland, Victoria y Western Australia por valor de más de 200 millones de dólares<sup>10</sup>. A día de hoy, posee más de 287.000 hectáreas y capacidad para producir anualmente 125.000 toneladas de grano y mantener 100.000 cabezas de cordero Halal.

De su actividad reciente, destaca la voluntad de invertir 500 millones de dólares en granjas avícolas en Turquía, la posibilidad de entrar en el mercado brasileño y la adquisición por valor de 100 millones de dólares del 33,25% de la mencionada A'Saffa Foods, líder en la producción de pollo Halal en el sultanato.

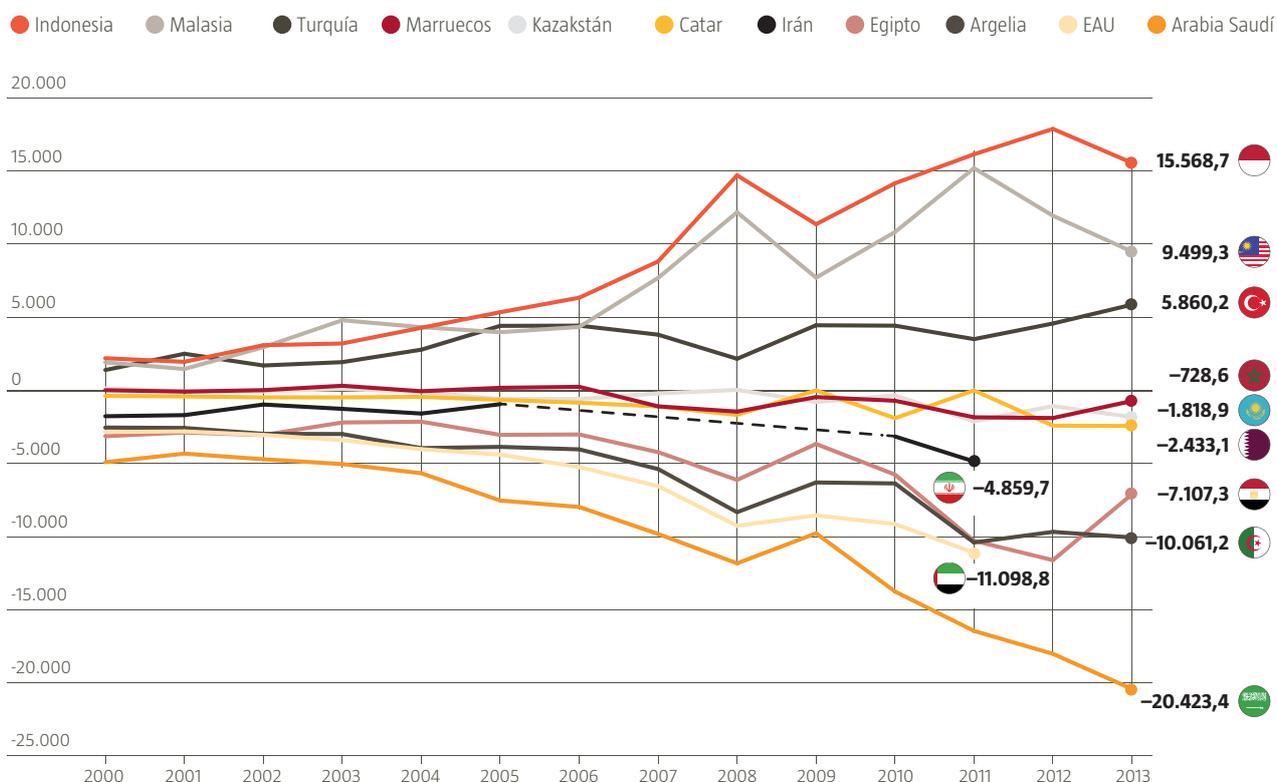
<sup>9</sup> State of the Global Islamic Economy, Thomson Reuters & DinarStandard (2015)

<sup>10</sup> <http://www.hassad.com.au/Properties.aspx>

Gráfico 3

### Saldos de las balanzas comerciales de alimentos: Un reto y una oportunidad para los fondos soberanos

Millones de dólares



Nota: No hay datos para Irán (2006-2009)

Fuente: World Integrated Trade Solution (2015).

Pero Hassad Food no ha sido el único fondo del Golfo que ha decidido adentrarse en este atractivo segmento de mercado. El emiratí Investment Corporation of Dubai, posee en su cartera una participación significativa en Emirates Rawabi, el principal productor de productos avícolas Halal en los EAU. En 2011 uno de los dos fondos soberanos del Reino de Bahréin, el Future Generations' Reserve Fund, lanzó un fondo de 265 millones de dólares para invertir en empresas de alimentación Halal dentro y fuera del país. Kuwait Investment Authority (KIA), configuró en 2005, junto a las compañías kuwaitíes Alghanim Industries y The National Investment Company, el Kuwait China Investment Corporation, un fondo que rebasaba los 340 millones en activos a finales de 2013 y que tiene entre sus objetivos invertir en granjas en Asia. Asimismo, el Gulf Investment Corporation, el fondo soberano levantando en 1982 por

los seis países miembros del Consejo de Cooperación del Golfo y que gestiona activos por valor de 2.700 millones de dólares, ha invertido recientemente 196 millones de dólares en el "Gulf Japan Food Fund", creado conjuntamente por los bancos japoneses Mizuho Bank y Norinchukin Bank. Este vehículo, dotado de 426 millones de dólares, pretende facilitar el acceso a la financiación a las empresas japonesas que exporten o quieran exportar alimentos Halal a los países del Golfo Pérsico.

En el sudeste asiático los dos fondos soberanos de Singapur, GIC y Temasek, tampoco han querido dejar pasar esta oportunidad. La proximidad a Malasia y a Indonesia (280 millones de musulmanes entre ambas naciones) les confiere cierta ventaja a la hora de buscar mercado y encontrar motivos para apostar por este sector. A

## 5. Fondos soberanos de países musulmanes: Impulsando la industria Halal y las finanzas islámicas

mediados de 2014, GIC incrementó su participación en el accionariado de Brasil Foods un 0,6%, hasta alcanzar un 4,4%. Una apuesta previsible. Brasil Foods, resultado de la fusión de las compañías brasileñas Sadia y Perdigao en 2009, es una de las diez mayores empresas de alimentación del mundo y una de las mayores productoras de carne Halal. Prueba del interés de este gigante por copar el mercado de la carne Halal es la inversión de 160 millones de dólares que acometió en 2013 para levantar una planta de procesamiento de alimentos Halal en la Khalifa Industrial Zone de Abu Dhabi<sup>11</sup>.

Simultáneamente a la ampliación de su participación en Brasil Foods, GIC se hizo con el 11% de la empresa filipina Century Pacific Food por 76 millones de dólares. Con esta operación, el fondo seguía la misma lógica: posicionarse en una compañía productora de alimentos Halal con un fuerte potencial de crecimiento y una ubicación estratégica.

Temasek, por su parte, ha decidido apostar por compañías de alimentación domésticas, ya que Singapur sirve como plataforma de distribución para ASEAN. En el año 2006, invirtió 584 millones de dólares para adquirir el 15% de la compañía singapurense Fraser & Neave Limited. Esta compañía cuenta con una amplia tradición en la producción y comercialización de alimentos Halal y a finales del año 2011 inauguró una nueva factoría de productos lácteos Halal en el Selangor Halal hub de Malasia, operación para la cual destinó una inversión de 150 millones de dólares. Tres años más tarde, en 2009, llevó a cabo otra inversión doméstica, en esta ocasión por valor de 305 millones de dólares, para hacerse con el 13,76% de la multinacional Olam International.

Los fondos soberanos occidentales, como el noruego GPFG, el Australia Future Fund o el Alaska Permanent Fund, a diferencia de los del Golfo o el Sudeste Asiático, han accedido a este creciente mercado mediante sus participaciones en multinacionales con una fuerte exposición como Nestlé (tiene 150 plantas con certificación Halal y produce más de 300 referencias Halal) Mondelez Internacional (uno de los mayores productores de chocolate Halal; ha invertido recientemente 90 millones de dólares para levantar una planta de galletas Halal en Bahrein) o TESCO (27 de sus supermercados en Reino Unido venden carne Halal).

En definitiva, nadie está dispuesto a renunciar a este mercado tan suculento, que se espera que alcance los 2,5 billones de dólares en 2019. Por ello, y como consecuencia de las tensiones agroalimentarias globales<sup>12</sup>, será cada vez más habitual ver a estos gigantes invirtiendo en empresas de alimentación Halal.

<sup>11</sup> [http://ir.brf-global.com/conteudo\\_en.asp?idioma=1&tipo=52177&conta=44&id=206306](http://ir.brf-global.com/conteudo_en.asp?idioma=1&tipo=52177&conta=44&id=206306)

<sup>12</sup> Para más información ver el capítulo sobre fondos soberanos y agricultura en este mismo informe.





# Gemelos diferentes y un primo lejano: Fondos soberanos de Hong Kong, Singapur y Corea del Sur

**Juergen Braunstein**

Doctorando en la London School of Economics e Investigador Asociado en The Fletcher School, Tufts University

## 6. Gemelos diferentes y un primo lejano: Fondos Soberanos de Hong Kong, Singapur y Corea del Sur<sup>1</sup>

Hong Kong y Singapur tienen algunos de los fondos soberanos más grandes y antiguos del mundo. Se encuentran entre los 15 más grandes y se han convertido en ejemplos a seguir. Aunque la mayoría de los fondos soberanos se han articulado a partir de los beneficios derivados de la explotación de materias primas, los de Hong Kong y Singapur surgieron como consecuencia de años de políticas fiscales conservadoras que dieron lugar a superávits fiscales, transferencias de fondos internos e intervenciones en el mercado de divisas.

Al igual que Singapur, el gobierno de Hong Kong deposita sus excedentes y reservas en su fondo soberano, el Hong Kong Monetary Authority Exchange Fund. La base monetaria de Hong Kong también está respaldada por divisas que posee el Exchange Fund. Además, también controla los activos del antiguo Fondo de Tierras de Hong Kong. Desde mediados de los años 80 y hasta finales de los 90, la mitad de las primas generadas en Hong Kong por la venta de tierras se asignó al Fondo de Tierras.<sup>2</sup> Este fondo creció especialmente durante el boom inmobiliario de la década de los 90.<sup>3</sup>

Una parte importante de la riqueza soberana de Singapur procede de sus intervenciones en el mercado de divisas. Estas intervenciones se llevaron a cabo a través de tres canales: el canal de la balanza de

pagos, el canal de las inversiones extranjeras y el canal de ahorro interno. El superávit periódico en la balanza de pagos permite la acumulación de reservas de divisas. Los inversores extranjeros en Singapur convierten sus divisas (p. ej., dólares) a la moneda local (es decir, SGD) a través de los bancos, que a su vez cambian la divisa (p. ej., dólares) en la Autoridad Monetaria de Singapur (MAS, por sus siglas en inglés) para obtener la moneda nacional (es decir, SGD). Una fuerte demanda externa de SGD puede influir en una apreciación rápida e incontrolada del SGD. Para suavizar la apreciación del SGD, MAS puede intervenir inyectando SGD en el sistema a través de la compra de divisas (p. ej., dólares). Al hacer esto, MAS adquiere de nuevo las reservas de divisas. La manera definitiva a través de la cual Singapur acumula reservas de divisas está relacionada con sus políticas de ahorros e intervenciones en el mercado de divisas. A través de la política de ahorros elevados de Singapur (es decir, el fondo de pensiones obligatorio de Singapur y los excedentes públicos de Singapur), la liquidez se retira de forma permanente del sistema, ejerciendo así una presión constante y significativa sobre el SGD, que se aprecia de un modo demasiado irregular y rápido. Para suavizar la apreciación del SGD, MAS interviene intercambiando SGD por divisas (p. ej., dólares). Al mismo tiempo, estos tres procesos "han conducido a un crecimiento prodigioso de las reservas de divisas de Singapur a lo largo del tiempo."<sup>4</sup>

Tabla 1

### Fondos soberanos de Hong Kong y Singapur y PIB del país

	Nombre del fondo soberano	Tipo de mandato del fondo soberano	Año de creación	Tamaño del fondo soberano en miles de millones de USD	Como parte del PIB (PPA) del país En porcentaje
Singapur	GIC	Ahorro	1981	320	70,7
	Temasek	Desarrollo	1974	167,4	37,0
	Monetary Authority of Singapore	Estabilización	1971	273*	60,3
Hong Kong	Hong Kong Exchange Fund	Ahorro/Estabilización	1935	414,6	104,3
Corea del Sur	Korea Investment Corporation	Ahorro/Desarrollo	2006	85	4,7

Fuente: Fuente: ESADEgeo (2015) y el CIA Factbook (2015).

\* Esta cantidad se refiere a las reservas oficiales.

<sup>1</sup> Debido a sus sorprendentes similitudes en lo que respecta a su historia y economía, Hong Kong y Singapur han sido catalogados como gemelos o primos.

<sup>2</sup> "El Fondo de Tierras se creó en 1986. Fue el resultado de un acuerdo chino-británico para evitar que la administración británica vendiera demasiada tierra antes de la entrega y desviara fondos para favorecer intereses británicos.". Por lo tanto, cada vez que el gobierno colonial vendía bienes en el territorio, los ingresos se dividían al 50 % entre el gobierno y el Fondo de Tierras, conocido oficialmente como el Fondo de Tierras del Gobierno de la Región Administrativa Especial de Hong Kong. (Asian Wall Street Journal, 15 de mayo de 1997, pág. 8)"

<sup>3</sup> Dow Jones International Media, 30 de noviembre de 1995

<sup>4</sup> MAS, 2011, libro del 40º aniversario de la MAS, Monetary Authority of Singapore.

Lo que tienen de especial los fondos soberanos de pequeñas economías abiertas como las de Hong Kong y Singapur es que son los fondos soberanos más grandes a escala mundial en lo que respecta al volumen total de los activos con respecto al PIB nacional. KIC de Corea del Sur, por ejemplo, es mucho más pequeño en términos relativos con respecto al PIB de Corea del Sur.

Las economías pequeñas y abiertas como Hong Kong y Singapur están muy expuestas a la evolución económica internacional y sus fondos soberanos se ajustan en consecuencia. A diferencia de las economías más grandes, como China, la opción de volver a las inversiones nacionales, sin crear burbujas, se limita a las pequeñas economías abiertas con fondos soberanos. Esto hace que las inversiones internacionales de capital sean particularmente atractivas como medio de diversificación del riesgo para las pequeñas economías abiertas.

Este artículo tratará de forma breve sobre la Autoridad Monetaria de Hong Kong y la Autoridad Monetaria de Singapur, dos grandes gestores de activos soberanos que han recibido poca atención en el debate acerca de los fondos soberanos. A continuación, se centrará en el Government Investment Corporation y Temasek y analizará algunos de los acontecimientos recientes, en particular, con respecto a la actividad de Temasek en el mercado de empresas de reciente creación y la actividad de GIC en el sector inmobiliario. La evolución reciente es el final de un largo proceso. Por lo tanto, resulta útil esquematizar de forma breve su trayectoria anterior y analizar en general su actual cartera de activos.

### Antecedentes directos: El Hong Kong Exchange Fund y el Monetary Authority of Singapore

#### El Hong Kong Exchange Fund

El Hong Kong Exchange Fund y la Monetary Authority of Singapore son los predecesores del Hong Kong Monetary Authority (establecida en 1993) y de Government Investment Corporation (GIC) de Singapur (creado en 1981). El Hong Kong Exchange Fund, creado en 1935 con arreglo a la Hong Kong Exchange Fund Ordinance, fue originalmente una cuenta del Gobierno. En 1993, el Exchange Fund pasó a estar bajo la supervisión del recién creado Hong Kong Monetary Authority. Curiosamente, HKMA hacer referencia a una persona (al Jefe Ejecutivo del HKMA) y no a una corporación.<sup>5</sup> HKMA es responsable de la gestión del Exchange Fund y recibe apoyo del Comité Asesor del Exchange Fund, que actúa como una Junta.

<sup>5</sup> Ver Exchange Fund Ordinance, cap. 66/sección 5A: Designación de Autoridad Monetaria

Su propósito era salvaguardar el tipo de cambio del dólar de Hong Kong con el respaldo de divisas. Más tarde se convirtió en un instrumento clave para mantener la integridad del sistema monetario y financiero de Hong Kong. Fue utilizado con regularidad para fomentar la confianza, mediante el apoyo a la bolsa de Hong Kong durante la crisis de los mercados bancario y bursátil. Por ejemplo, durante la crisis del sector bancario a mediados de la década de los 80, las autoridades de Hong Kong recurrieron al Exchange Fund para rescatar a los bancos nacionales. De la misma manera, durante la crisis financiera asiática de 1997 y la crisis financiera de 2007 y 2008, el Exchange Fund se utilizó para adquirir una parte sustancial del mercado de renta variable nacional con el fin de evitar un colapso de la bolsa de Hong Kong. Por ejemplo, el 7 de septiembre de 2007, el Hong Kong Exchange Fund amplió su participación del 2,5% al 5,9%, desembolsando 313 millones de HKD, y se convirtió en un controlador minoritario de la Bolsa de Hong Kong.<sup>6</sup> Tras las intervenciones a gran escala en 1997 y 2007 y 2008, el gobierno de Hong Kong creó sociedades de inversión con el fin de liquidar las participaciones del Exchange Fund de forma metódica.

Con los años, el volumen del Exchange Fund ha crecido más de lo necesario para cubrir el valor del HKD en divisas.<sup>7</sup> Por ejemplo, a partir de febrero de 2015, Hong Kong cuenta con reservas de divisas por valor de 332.500 millones de dólares, lo que equivale a siete veces la moneda en circulación.<sup>8</sup> Con el fin de gestionar una cantidad de reservas internacionales de estas dimensiones, Hong Kong ha recurrido históricamente tanto a gestores internos como externos. Los gestores internos comprenden el personal de HKMA en el Departamento de Gestión de Reservas, que administraron en 2010 alrededor del 80 % de los activos del Exchange Fund a nivel interno, mientras que en 2013, este porcentaje se redujo al 75 % (incluyendo la "cartera de respaldo" y parte de la "cartera de inversiones").<sup>9</sup> Esto indica que la HKMA está externalizando gradualmente las responsabilidades de inversión a gestores externos.<sup>10</sup> El nombramiento de gestores externos con una buena trayectoria permite que los profesionales internos de HKMA beneficiarse de diferentes experiencias de inversión, de la transferencia de conocimientos y de la información que proporciona el mercado.<sup>11</sup>

<sup>6</sup> Disponible aquí: <https://www.hkex.com.hk/eng/exchange/invest/mc.htm>

<sup>7</sup> Los activos de la cuenta de reservas generales del Gobierno, así como los activos del Coinage Fund de Hong Kong y, más tarde, también del Fondo de Tierras de Hong Kong se depositaron en el Exchange Fund.

<sup>8</sup> Disponible aquí: <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/press-releases/2015/20150306-3.shtml>

<sup>9</sup> Informe Anual de HKMA (2013)

<sup>10</sup> Informe Anual de HKMA (2010)

<sup>11</sup> Ibid.

## 6. Gemelos diferentes y un primo lejano: Fondos Soberanos de Hong Kong, Singapur y Corea del Sur

Los activos del Exchange Fund se administran en cuatro carteras: la Cartera de Inversiones, la Cartera de Crecimiento a Largo Plazo, la Cartera Estratégica y la Cartera de Respaldo. Al garantizar la cobertura de la base monetaria, la Cartera de Respaldo mantiene valores denominados en dólares de gran liquidez y de la más alta calidad crediticia.<sup>12</sup> La Cartera Estratégica se creó en 2007 con el propósito de mantener las acciones del Exchange Fund en el Hong Kong Exchange and Clearing Ltd.<sup>13</sup> Al conservar el poder adquisitivo a largo plazo de una parte de las reservas, la Cartera de Inversiones se invierte principalmente en los mercados de bonos y renta variable de países de la OCDE.<sup>14</sup> Al aumentar la exposición del Exchange Fund activos alternativos, la Cartera de Crecimiento a Largo Plazo mantiene sus activos en capital privado y activos inmobiliarios. El valor de mercado de los activos en la Cartera de Crecimiento a Largo Plazo ha aumentado en un tercio, pasando de 11.400 millones de dólares a 14.900 millones de dólares desde finales de 2013 a finales de 2014. Esto refleja un aumento de la exposición del Exchange Fund a capital privado, de 8.300 millones de dólares a 10.400 millones de dólares, y un aumento de su exposición inmobiliaria de 3.100 millones de dólares a 4.500 millones de dólares en el mismo periodo.<sup>15</sup>

Tabla 2

### Hong Kong Monetary Authority Exchange Fund: Carteras

Cartera	Objetivos
Cartera de Inversiones	Mercados emergentes y bonos y renta variable continentales.
Cartera de Crecimiento a Largo Plazo (LTGP)	Inversiones en capital privado y valores inmobiliarios. La capitalización del valor neto de los activos de la LTGP se mantiene en un tercio del superávit acumulado del Exchange Fund.
Cartera Estratégica	Acciones de Hong Kong Exchanges and Clearing Limited que fueron adquiridas por el gobierno para la cuenta del Exchange Fund con fines estratégicos.
Cartera de Respaldo	Activos denominados en dólares estadounidenses de gran liquidez para proporcionar pleno respaldo a la base monetaria, de conformidad con los acuerdos de la Junta de Divisas.

Fuente: Informes Anuales del Autoridad Monetaria de Hong Kong.

Frente a la disminución del rendimiento de los activos tradicionales, deciden suscribir nuevas clases de activos con el objetivo de incrementar la rentabilidad.<sup>16</sup> Desde mediados de 1998, la diversificación ha ido en aumento, incluyendo los bonos y la renta variable de mercados emergentes, el capital privado, los activos denominados en RMB y los valores inmobiliarios; la diversificación tiene lugar principalmente en la "Cartera de Inversiones". A finales de 2011, HKMA comenzó a centrar su interés en activos de mayor riesgo; a finales de 2011, se invirtieron 10.800 millones de dólares en nuevas clases de activos; un tercio de esa cantidad era *Private Equity*; y el resto, en bonos y acciones de mercados emergentes, activos denominados en RMB en China o inversiones en el sector inmobiliario.<sup>17</sup> A través de una serie de filiales de inversión controladas al 100%, como Real Horizon Investment Ltd., Real Gate Investment Company Ltd., Real Summit Investment Company Ltd., el Exchange Fund tiene una exposición directa al sector inmobiliario.<sup>18</sup>

### El Monetary Authority of Singapore

El Monetary Authority of Singapore (MAS, por sus siglas en inglés), que pasa desapercibido para la opinión pública internacional, es el tercer gran gestor de activos soberanos de Singapur. Creado con arreglo a la MAS Act 42 de 1970, MAS tiene poder para establecer agencias y organismos descentralizados fuera de Singapur con el fin de realizar negocios.<sup>19</sup> Esto es algo atípico para un Banco Central tradicional. Dos de sus funciones básicas están relacionadas con el desarrollo de Singapur como centro financiero internacional y la gestión de las reservas oficiales de Singapur. Esto convierte a MAS en el agente financiero clave del Gobierno. Si se incluyera en las clasificaciones de fondos soberanos, MAS probablemente figuraría entre los más grandes en términos de volumen de activos. Las reservas oficiales de divisas de Singapur, que ascendieron en 2013, se sitúan en torno a los 340.000 millones de dólares (sin incluir los derechos especiales de giro y la posición de reservas en el FMI).<sup>20</sup>

Para gestionar estas reservas, MAS también recurre a los gestores de fondos externos, que contribuyen a la transferencia de conocimientos a los gestores de fondos internos.<sup>21</sup> Aunque sus inversiones son principalmente en activos seguros y de alta liquidez, tales como monedas y lingotes de oro, pagarés, monedas, dinero exigible a la vista y letras del tesoro, su alcance jurídico es mayor, lo que le permite también realizar inversiones alternativas, en particular, en valores e instrumentos financieros, y las inversiones

<sup>12</sup> Ibid.

<sup>13</sup> Ibid.

<sup>14</sup> Ibid.

<sup>15</sup> Informe Anual de HKMA de 2014; anuncio de HKMA de los resultados de inversión del Exchange Fund en 2013

<sup>16</sup> En 2011, la cartera total tuvo un rendimiento del 1,1% solamente (Informe de 2012; EIU, 2012).

<sup>17</sup> El Exchange Fund de Hong Kong obtiene escasa rentabilidad, 11 de junio. EIU (2012).

<sup>18</sup> Informe Anual de HKMA de 2013.

<sup>19</sup> Esto incluyó la apertura de una oficina de MAS en Londres (MAS, 2011).

<sup>20</sup> Disponible aquí: <http://www.mas.gov.sg/Statistics/Reserve-Statistics/Official-Foreign-Reserves.aspx>

<sup>21</sup> (ST 33, julio de 2004).

aprobadas por la Junta (MAS Act, capítulo 186/parte IV, 24). MAS puede, "al menos, en teoría", invertir en acciones y otros activos alternativos. Por ejemplo, en la década de los 80, MAS invirtió en el sector inmobiliario de Londres (BT 28 de febrero de 1981).

A principios de los años 80, los responsables políticos de alto nivel de Singapur buscaban alternativas para obtener una mayor rentabilidad de los crecientes niveles de reservas de Singapur.<sup>22</sup> Los mandatarios de Singapur querían aprovechar las nuevas oportunidades de inversión internacionales, y asegurar así el poder adquisitivo de Singapur en el futuro.

A principios de 2012, el gobierno de Singapur depositó oficialmente cerca de 113.000 millones de dólares en MAS.<sup>23</sup> Pero, debido a la falta de datos, es difícil de estimar la cantidad de esos activos que MAS asignó a GIC para su gestión.

## GIC

La creación del Government Investment Corporation (GIC) en 1981 fue el primer paso para mejorar el rendimiento de una parte de las reservas y ahorros de Singapur, que, en gran medida, habían sido gestionados por MAS. GIC recibió su primer capital a través de una transferencia de una parte de las reservas gestionadas previamente por MAS. GIC no posee los fondos que administra. También gestiona una parte de los ingresos de los bonos especiales del Estado de Singapur (SSGS), emitidos y garantizados por el gobierno.<sup>24</sup> El principal comprador de SSGS es el Central Provident Fund: el amplio sistema de seguridad social obligatorio de Singapur.

Los activos administrados por GIC aumentaron aproximadamente 10.000 millones de dólares en 1981, hasta cerca de 320.000 millones de dólares, convirtiéndose en el año 2014 en uno de los ocho fondos soberanos más grandes del mundo.<sup>25</sup> Ha pasado de una posición conservadora en los años 80 y 90, a un enfoque de dotación en los años 2000 y a un enfoque basado en la oportunidad a partir de 2012. Esto indica que el proceso de creación de capacidad de inversión interna de GIC (desde los bonos del Tesoro hasta la renta variable y los activos alternativos) ha tenido lugar a lo largo de un periodo de más de tres décadas. Durante este periodo, GIC ha desarrollado una significativa capacidad interna de inversión a través de diferentes clases de activos, que van desde los títulos y las acciones a las inversiones

alternativas. Como reflejo de este proceso, los índices de referencia del rendimiento de GIC también han cambiado.<sup>26</sup>

Comenzó sus operaciones a principios de los 80: una época de gran incertidumbre en lo que se refiere a los tipos de interés financieros internacionales. Esto hizo que las inversiones en deuda estadounidense fueran lucrativas en aquel momento. El Dr. Goh Keng Swee, arquitecto de GIC y ex ministro de Finanzas de Singapur, destacó que, a partir de agosto de 1981, "GIC [mantenía] el 90 por ciento de los fondos en efectivo y en activos a corto plazo", principalmente en dólares estadounidenses y bonos del Tesoro.<sup>27</sup>

A finales de los 80 y principios de los 90, GIC realizó sus primeras inversiones en renta variable conocidas. Incluían coinversiones con Temasek en los productos alimenticios Chun King (un gran fabricante de productos alimenticios con sede en Estados Unidos), en un Fideicomiso de Inversión y en una cadena hotelera de Nueva Zelanda.<sup>28</sup> Simultáneamente, GIC comenzó a formar alianzas con empresas de inversión privadas sólidamente establecidas en los EE. UU., en un entorno de reestructuración empresarial a gran escala.<sup>29</sup> Su atención se centró en la creación de capacidades internas a través de coinversiones y alianzas estratégicas, con el objetivo de conseguir la exposición a los conocimientos específicos del mercado.<sup>30</sup>

Entre 2007-2014, la cartera de GIC muestra una tendencia hacia los países de la OCDE, con alrededor del 75 % del total de sus inversiones en Europa, Reino Unido, Estados Unidos y Japón. A pesar de la crisis financiera de 2007/08, la exposición a la OCDE se ha mantenido estable a lo largo de este periodo. Sin embargo, se producen algunos ajustes matizados: un aumento de la participación de Asia en detrimento de Europa.

Asimismo, en cuanto a las clases de activos, se observaba una clara tendencia hacia la renta variable y los bonos de los mercados desarrollados, que concentraban más del 60 % de la cartera total de GIC. Pero, de nuevo, se llevaron a cabo algunos ajustes. Mientras que en 2008 la renta variable, los bonos en efectivo y otros valores de los mercados desarrollados representaban alrededor del 69 %, cuatro años después, en 2012/2013, este porcentaje se redujo al 61 %. Esta disminución en 2012/2013 se corresponde con una disminución de la exposición general de GIC a Europa debido a la crisis del euro. Al mismo tiempo, durante este periodo, se observó

<sup>22</sup> Fue recogido por diversos medios de comunicación (ST 28 de febrero de 1981, pág. 1; BT 28 de febrero de 1981, 1)

<sup>23</sup> Disponible aquí: <http://www.gov.sg/government/web/content/govsg/classic/factually/factually-041012-istheresomethingwrongwithourReserves>

<sup>24</sup> <http://www.mof.gov.sg/Policies/Our-Nations-Reserves/Section-IV-Is-our-CPF-money-safe-Can-the-Government-pay-all-its-debt-obligations>

<sup>25</sup> (Esadege, 2014; Lee Kuan Yew, 2006, pág. 1)

<sup>26</sup> Los índices de referencia del rendimiento son indicadores útiles para estimar el nivel de desarrollo de la capacidad de inversión interna entre los fondos soberanos.

<sup>27</sup> (The Straits Times, 1 de agosto de 1982, pág. 14)

<sup>28</sup> Braunstein, 2015, Fondos soberanos y la creación de las capacidades de inversión internas: Government Investment Corporation de Singapur (1980-2000), Documento de trabajo, The Fletcher School, SovereignNet, págs. 1-7

<sup>29</sup> Ibid.

<sup>30</sup> Ibid.

## 6. Gemelos diferentes y un primo lejano: Fondos Soberanos de Hong Kong, Singapur y Corea del Sur

un sólido aumento de las acciones de mercados emergentes, del 10 % en 2008 al 20 % en 2014, y en capital privado, del 11 % al 15 % durante el mismo periodo.

A pesar de la posición dominante de la renta variable y de los bonos de los mercados desarrollados, la exposición de GIC al sector inmobiliario ha experimentado un claro aumento, pasando del 10 % al 13 %. Dado que GIC administra alrededor de 320.000 millones de dólares, esto significa que la exposición inmobiliaria de GIC es superior incluso a la de Henderson Land Co Ltd. de Hong Kong que, con un patrimonio de 39.200 millones de dólares, es la 14.<sup>9</sup> mayor sociedad inmobiliaria que cotiza en bolsa del mundo.<sup>31</sup> Una parte creciente de la cartera de GIC se invierte en el sector inmobiliario en las economías emergentes, lo que refleja una tendencia general entre los grandes inversores institucionales.<sup>32</sup>

GIC ha ganado exposición al sector inmobiliario a través de su filial inmobiliaria (es decir, GIC Real Estate Pte Ltd) y de otros canales, como los fondos inmobiliarios. Por ejemplo, la mayor parte de la

exposición de GIC al mercado inmobiliario de China se realiza a través de una compleja red de filiales. En el centro de esta red se halla Recosia Pte Ltd, que es una filial propiedad al 100% de GIC Real Estate Pte Ltd. Se creó en 1994 como una sociedad de gestión de activos. Recosia posee Recosia China Pte Ltd, con sede en China, que ofrece servicios de inversión en propiedades.<sup>33</sup> Asimismo, Recosia China Pte Ltd tiene una participación del 19,6 % en Global Logistics Properties Limited, un proveedor global de servicios logísticos, centrado en China, Japón y Brasil, y gestiona una cartera inmobiliaria de 82,9 millones de metros cuadrados en 63 ciudades y la infraestructura de la cadena de suministro.<sup>34</sup> Con casi un tercio del capital, Reco Shine Pte Ltd es el mayor partícipe de Yangguang Co. Ltd. Yangguang centra su atención en valores inmobiliarios comerciales, como centros comerciales y complejos urbanísticos; en concreto, en Pekín, Tianjín y Shanghai.<sup>35</sup>

Entre 2006 y 2013, la mayoría de las operaciones directas de GIC se realizaron en los países de la OCDE. Por ejemplo, en 2007, de las ocho grandes operaciones conocidas de GIC, cuatro tuvieron lugar en el Reino Unido, cuando GIC adquirió Chapterhouse Holdings Ltd, el centro comercial CSC Metro Centre (Dunston), el Centro Financiero de Merrill Lynch y el centro comercial West Quay (Southampton). Tras la crisis inmobiliaria de 2008, GIC evitó realizar grandes operaciones en valores inmobiliarios en el Reino Unido. No fue hasta diciembre de 2013 cuando GIC adquirió el complejo de oficinas Broadgate, una de las mayores operaciones inmobiliarias en Europa tras la crisis financiera.

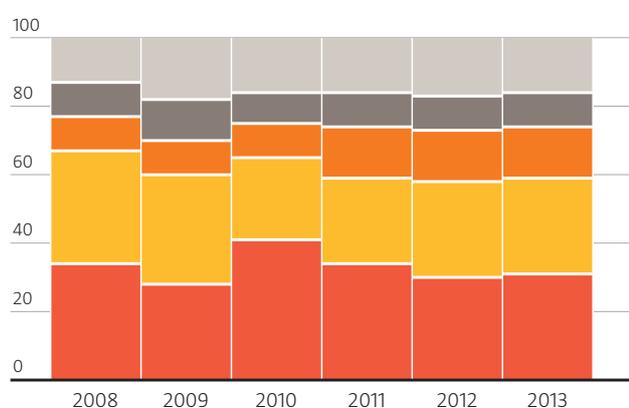
Más recientemente, en diciembre de 2014, GIC llegó a un acuerdo con el promotor inmobiliario con sede en Bombay, Nirlon Ltd, para adquirir una participación superior al 60 % por 200 millones de dólares.<sup>36</sup> Otros ejemplos recientes de la entrada de GIC en el sector inmobiliario de la India incluyen la empresa conjunta entre GIC y Ascendas Pte para invertir cerca de 483 millones de dólares en propiedades comerciales de la India, y la asociación entre GIC y KKR & Co, un fondo de capital privado con sede en Estados Unidos, para ofrecer préstamos estructurados en la India.<sup>37</sup> Otra operación destacada es la entrada de GIC, de Singapur, en el accionariado de Gmp, un grupo español patrimonial ahora reconvertido en Socimi, por el que ha pagado 200 millones de euros para hacerse con el 30% del grupo privado familiar.

Gráfico 1

### La cartera de GIC (2008-2013)

Distribución Sectorial

- Acciones Mercados Desarrollados
- Acciones Mercados Emergentes
- Bonos, Efectivo y Otros
- Inmobiliario
- Private Equity, Retorno Absoluto y Recursos Naturales



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes anuales de GIC.

<sup>31</sup> Forbes 2000

<sup>32</sup> Véase el Estudio de Gestión de Activos Soberanos Globales de Invesco de 2014 y el informe de ESADegeo de fondos soberanos de 2014.

<sup>33</sup> Orbis 2015

<sup>34</sup> Ibid.

<sup>35</sup> Ibid.

<sup>36</sup> (WSJ 24 de diciembre de 2014)

<sup>37</sup> Disponible aquí: [http://ir.kkr.com/kkr\\_ir/kkr\\_releasedetail.cfm?ReleaseID=890227](http://ir.kkr.com/kkr_ir/kkr_releasedetail.cfm?ReleaseID=890227)  
<http://www.bloomberg.com/news/articles/2013-11-19/gic-ascendas-to-invest-up-to-s-600-million-in-indian-property>

Tabla 3

## Operaciones inmobiliarias de GIC seleccionadas (2006-13)

Nombre de la filial	Inmueble de destino	Ubicación del inmueble	Tipo de especialización	Año anunciado	Acciones de fondos soberanos negociadas (moneda local)*	Acciones de fondos soberanos negociadas (%)
Bienes inmuebles de la GIC	Hines-Locales de oficinas	Alemania	Edificio	2006	607 SGD	100
Bienes inmuebles de la GIC	Propiedades en Nankín, China	China	Terrenos	2006		n.p.
GIC	Chapterhouse Holdings Ltd	Reino Unido	Edificio	2007	480 GBP	100
Bienes inmuebles de la GIC	CSC-MetroCentre	Reino Unido	Centros comerciales	2007	426 GBP	100
Bienes inmuebles de la GIC	Hawks Town Corp	Japón	Centros comerciales	2007	100 (mil millones) de yenes	100
Bienes inmuebles de la GIC	Lasalle-Kungshuset Office	Suecia	Edificio	2007	123 €	100
Bienes inmuebles de la GIC	Centro Financiero de Merrill Lynch	Reino Unido	Edificio	2007	710 €	n.p.
GIC Special Investments Pte Ltd	Sociedad Instrumental de Shapoorji Pallonji & Co., Ltd	India	Municipio	2007	160 USD	50
GIC	Westfield Parramatta	Australia	Centros comerciales	2007	593 USD	100
Bienes inmuebles de la GIC	Centro comercial WestQuay	Reino Unido	Centros comerciales	2007	299 GBP	100
Bienes inmuebles de la GIC	Iso Omena	Finlandia	Centros comerciales	2008	52,64	40
Bienes inmuebles de la GIC	Bienes inmobiliarios comerciales de México	México	Centros comerciales	2008	n. p.	n.p.
Bienes inmuebles de la GIC	Municipio de Mytishchi	Rusia	Municipio	2008	233 USD	n.p.
GIC	E-Land-Edificio de tiendas de descuento (2)	Corea del Sur	Centros comerciales	2009	177 USD	100
Bienes inmuebles de la GIC	Westfield Whitford	Australia	Complejo comercial	2009	n. p.	n.p.
Bienes inmuebles de la GIC	Torre OpernTurm de Fráncfort	Alemania	Edificio	2010		
GIC Real Estate Pte Ltd	Cartera de propiedades industriales de Salta Properties	Australia	Terrenos	2010	200 AUD	100
GIC	Radius Industrial Park de Brisbane	Australia	Complejo de edificios de oficinas	2011	20 AUD	100
GIC	Home Plus Facilities and Land, ubicada en Hyoja-dong, Jeonju-si	Corea del Sur	Propiedad	2011		
GIC	HULK en Brigade Road	India	Edificio	2012		
GIC	Complejo de oficinas de Broadgate	Reino Unido		2013	3,4 (mil millones) de SGD	100
GIC	Edificio Time Warner	Estados Unidos de América	Edificio	2013		
GIC	Time Warner, Columbus Circle	Estados Unidos de América	Edificio/ Complejo de oficinas/ Bienes inmuebles comerciales	2013	300 USD	23
GIC	Torre de oficinas, Yakarta	Indonesia		2013	350 USD	100

Fuente: Fletcher, SovereignNET database (2015).

\* Cifras en millones.

## 6. Gemelos diferentes y un primo lejano: Fondos Soberanos de Hong Kong, Singapur y Corea del Sur

### Temasek

Temasek se creó con arreglo a la Ley de empresas de Singapur en 1974, como una empresa privada. Como tal, no estaba obligada a presentar informes ni cuentas en el Registro Mercantil y quedó exenta del presupuesto público. Además, se le permitió expandirse en diferentes sectores económicos.<sup>38</sup>

Inicialmente, controlaba y gestionaba una cartera de 345 millones de SGD invertidos en 36 empresas, como resultado de la transferencia de acciones de las empresas públicas anteriormente en manos del Ministerio de Finanzas. Entre ellas, se encontraban empresas líderes de importancia estratégica, como Singapore Airlines, Keppel Shipyard, Banco de Desarrollo de Singapur y Sembawang Holdings.<sup>39</sup>

A finales de los 70, Temasek adoptó un enfoque más activo con respecto a sus empresas, proporcionando un mayor enfoque y dirección en cuanto a la identificación de nuevas oportunidades de inversión, así como respecto a las fusiones con otras empresas rentables.<sup>40</sup> Los activos brutos de Temasek en la década de 1970 se estimaron en más de 3.500 millones de SGD, convirtiéndose en el mayor conglomerado de Singapur.<sup>41</sup>

Con los años, Temasek se ha convertido en el propietario de la mayoría de los antiguos organismos oficiales que fueron corporativizados en la década de los 90. Entre ellos, Sing Tel (1992) Singapore Power (1995), Post Office Savings Bank (1998) y el segundo operador de puertos más importante a nivel mundial, el Puerto Internacional de Singapur (1997). Singapur Broadcasting Corporation (1994) se constituyó en sociedad como Telegroup Coporatisation y, posteriormente, pasó a denominarse Media Corporation Group (propiedad de Temasek). El Departamento de Obras Públicas se corporativizó como CPG Corporation en 1999 (bajo Temasek) y un año más tarde pasó a formar parte del Downer EDI Group de Australia. Por su parte, la Commercial and Industrial Security Corporation era un organismo oficial, pero desde 2005 es propiedad de Temasek.

Durante la década de los 80 y sobre todo en la década de los 90, Temasek pasó de centrarse en el mercado nacional a centrarse en los mercados internacionales.<sup>42</sup> Realizó inversiones en el extranjero, con la vista puesta en la transferencia de tecnología y conocimientos, así como en el acceso al mercado internacional.<sup>43</sup> El interés de

Temasek se centraba en "empresas constructoras a escala mundial", estableciendo índices de referencia de rendimiento e incrementando la contratación de expertos y la adquisición de tecnología.<sup>44</sup>

Al apoyar la regionalización de las empresas de Singapur y las multinacionales, Temasek puso en marcha proyectos de infraestructura regionales, como los parques industriales en los países vecinos. Las empresas vinculadas al gobierno obtuvieron una excedencia oficial de su mandato original, y se les dio una mayor flexibilidad para aprovechar las oportunidades del mercado. Como consecuencia, comenzaron a internacionalizarse más allá de los países de ASEAN, y entraron en el mercado chino, Nueva Zelanda, Gran Bretaña, EE. UU. y los países vecinos. Singapur comenzó a fomentar la cooperación con los países vecinos, en particular con Malasia, Indonesia y Tailandia. En ese momento, estas economías aplicaban reformas de liberalización dinámicas y experimentaban altos niveles de crecimiento. El plan de Singapur era subcontratar la producción y la industria que requería una gran cantidad de mano de obra, agua y tierra en la vecina Batam (Indonesia) y Johor (Malasia), manteniendo en Singapur las empresas más productivas y las actividades de alto valor añadido, como I+D y los servicios financieros (Business Times, 24 de julio de 1990; Far Easter Economic Review, 3 de enero de 1991). La estrategia del triángulo de crecimiento (es decir Batam-Johor-Singapur) se dirigía específicamente a empresas multinacionales, para mantener o establecer la sede operativa en Singapur, aprovechando al mismo tiempo la división regional del trabajo.

### Cartera global de Temasek y tendencias entre 2007-2014

Entre 2007 y 2014, la cartera de Temasek muestra un sesgo asiático, con alrededor del 70 % de su cartera total asignada en Asia (incluido Singapur). A raíz de la crisis financiera de 2007/08, la exposición de Temasek a los países de la OCDE se ha incrementado en un 20 % en 2007 hasta un 24 % en 2014.

Poco después de la pérdida sufrida por Temasek en empresas financieras estadounidenses, se redujo el sector financiero como parte de la cartera de Temasek, pasando de un 38 % en 2007 a un 30 % en 2014. Según los analistas, en tres meses, entre enero y marzo de 2009, "Temasek perdió cerca de 4.600 millones de dólares de su inversión original en Merrill [Lynch]" (Wall Street Journal, 18 de mayo y 29 de mayo de 2009). Transporte y Logística experimentaron un ligero aumento del 18 % al 20 %. Energía se mantuvo igual con un 6 %, y también Telecomunicaciones y Medios de comunicación; el crecimiento más dinámico en términos relativos y absolutos se produjo en Ciencias de la vida (10-14 %) y Tecnología (5-7 %).

<sup>38</sup> Straits Times 16 de febrero de 1977

<sup>39</sup> Ibid.

<sup>40</sup> ST 25 de junio de 1999, 74

<sup>41</sup> (BT, 8 de agosto de 1978, pág. 40

<sup>42</sup> (Véase Asian Business, junio de 1990).

<sup>43</sup> ST 25 de junio de 1999, 74

<sup>44</sup> Ibid.

### Fondos soberanos 2015

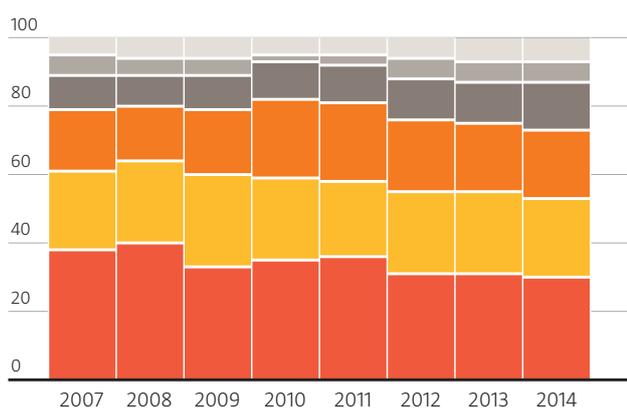
Gemelos diferentes y un primo lejano: Fondos Soberanos de Hong Kong, Singapur y Corea del Sur

Gráfico 2

## La cartera de Temasek (2007-2014)

Distribución Sectorial

- Finanzas
- Telecomunicaciones
- Energía y Recursos
- Transporte, Logística, Industria e Ingeniería
- Ciencias de la Vida e Inmobiliario
- Tecnología y Otros



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes anuales de Temasek.

A partir de 2007, Temasek amplió su exposición a los sectores de ciencias de la vida, tecnología y medios de comunicación; y cada vez en mayor medida través de medios no convencionales de capital riesgo. La inversión de capital riesgo en el sector de la alta tecnología de Singapur ha aumentado hasta los 1.710 millones de dólares en 2013, equivalente a un aumento de 60 veces desde 2011, lo que convierte a Singapur en líder en fondos de capital riesgo en Asia, por detrás de China.<sup>45</sup>

El aumento de la exposición al capital riesgo viene acompañado por el plan estratégico a largo plazo de Singapur para lograr que el país se convierta en el centro de financiación de *startups* y tecnología de Asia. Temasek tiene sus propias filiales de capital riesgo, en particular Vertex (est. 1988). Vertex juega un papel importante para Temasek a la hora de conseguir la exposición a los sectores de crecimiento en diferentes países. Cuenta con un capital total invertido de más de 1.200 millones de dólares y está presente en Singapur, Pekín, Shanghái, Taipéi, Bangalore y Silicon Valley.<sup>46</sup>

Basándose en la información disponible, junto con la base de datos de Orbis sobre la estructura de titularidad, este artículo recopiló una muestra de 82 inversiones. Por consiguiente, es capaz de identificar algunos patrones de inversión interesantes por sectores y países.

Con respecto a su presencia en Singapur, Vertex se centra en la financiación del crecimiento a través de fondos de capital riesgo especializados, como Vertex Asia Fund Pte. Ltd, Vertex China Chemicals y Vertex Technology Fund (III) Ltd. Por lo tanto, Vertex contribuye al desarrollo de Singapur como centro regional para la financiación de *startups* y la financiación de la expansión regional de empresas nacionales.<sup>47</sup> Las inversiones que se centran en el sector del software, de Internet y de los medios de comunicación incluyen compañías como eG Innovations, GrabTaxi, muvee Technologies o Paktor.

En línea con su enfoque en la financiación de empresas con un fuerte potencial de crecimiento de Singapur, Temasek ha creado recientemente Clifford Capital y Heliconia Capital Management Pte Ltd, que tiene el mandato de invertir por lo menos el 50 % en empresas de Singapur. Además, Temasek creó en 2013 el Enterprise Development Group, con el mandato de proporcionar el capital inicial y desarrollar nuevas oportunidades de negocio, como las energías limpias.<sup>48</sup>

Durante la última década, Singapur ya se ha consolidado como un centro internacional de investigación, con universidades locales de primera línea (p. ej., la Universidad Nacional de Singapur aparece clasificada con frecuencia entre las universidades más importantes de Asia) y numerosas asociaciones con las principales instituciones mundiales, como Yale, ETH Zurich, Johns Hopkins, Duke, INSEAD y MIT. Sorprendentemente, hasta ahora se ha dedicado poca atención a la comercialización de I+D.

Con la atención puesta en la evolución de Estados Unidos e Israel, los fondos soberanos de Singapur están desarrollando una prefinanciación y financiación en áreas que resultan muy prometedoras para el crecimiento. Basándose en ejemplos de éxito, como Acelerador Corp con sede en Seattle, Singapur está en camino de convertirse en el futuro "Silicon Valley" de Asia.<sup>49</sup> A través de sus filiales, Temasek aumenta su exposición a empresas con alto potencial de crecimiento en los nichos de mercado. En 2011, la Empresa de la Universidad Nacional de Singapur, en cooperación con Singtel Innov 8 (una filial de Temasek) y la

<sup>45</sup> Future Tense 2014, 68

<sup>46</sup> (Vertex, 2014)

<sup>47</sup> (Future Tense, 2014)

<sup>48</sup> <http://www.temasekreview.com.sg/en/institution/seeding-future-enterprises.html>

<sup>49</sup> (Comité de Estrategias Económicas, 2010) (Future Tense, 2014)

## 6. Gemelos diferentes y un primo lejano: Fondos Soberanos de Hong Kong, Singapur y Corea del Sur

Tabla 4

Inversiones de Vertex por sectores y países

Pais\Sector	Software/Internet/Media	Salud	Tecnologías limpias	Telecomunicaciones	Electrónica y Semiconductores	Fondos	Otros
China	20	2	0	1	5	0	5
India	8	0	0	0	0	0	0
Singapur	4	0	0	0	0	5	0
Otros Asia	4	0	2	0	4	0	0
EEUU	2	5	2	2	0	1	0
Reino Unido	2	0	0	0	0	0	1
Europa	5	1	0	0	0	0	1

Fuente: Vertex (2015) y Orbis (2015)

Autoridad de Desarrollo de Medios de Comunicación puso en marcha el programa de incubación Block 71. Ha sido definido como el "corazón del ecosistema de las *startups* de Singapur" y aloja a más de 100 *startups*, incluidas las empresas de capital riesgo e incubadoras de tecnología.<sup>50</sup>

En cuanto a los mercados desarrollados, Vertex concentra sus inversiones en empresas en fase inicial con alto potencial de crecimiento en el sector de las ciencias de la vida y las tecnologías limpias. En particular, el enfoque estadounidense de Vertex se centra en empresas de asistencia sanitaria, como Holaira: una empresa basada en el desarrollo de sistemas que hacen más fácil la respiración para los pacientes que padecen enfermedades pulmonares obstructivas. Otros ejemplos incluyen Ivantis Inc, que ofrece soluciones innovadoras para el tratamiento del glaucoma, y Visterra, una compañía biotecnológica centrada en las enfermedades infecciosas a través de las nuevas aplicaciones de procesamiento de datos. Más recientemente, en 2015, Vertex creó una nueva empresa con sede en Estados Unidos, Vertex Ventures, para centrarse en las aplicaciones empresariales y la infraestructura web. Vertex Ventures de Estados Unidos se puso en marcha con Jonathan Heiliger, ex socio general de North Bridge Venture Partners e In Sik Rhee, ex socio general de Rembrandt Venture Partners.<sup>51</sup>

En los grandes mercados emergentes, como China e India, Vertex se dirige exclusivamente a empresas de tecnología de consumo y a los sectores de medios de comunicación digitales e interactivos. En India, por ejemplo, Vertex ha invertido en empresas de prestación de servicios de viajes, hoteles y reservas de vacaciones, como Viajes Travel Guru PVT Ltd, Yatra Online Private Ltd. y Magic Rooms Solutions India (P) Ltd. Asimismo, Vertex ha invertido en la emergente industria de viajes en línea de China, que incluye a Shanshui Holiday Travel Agency y Breadtrip, una aplicación para compartir recomendaciones sobre viajes. Del mismo modo, Vertex ha invertido en plataformas minoristas en línea para bebés y niños de China e India, en particular Babycare (China) y FirstCry (India). Debido a su horizonte de rentabilidad a largo plazo, a los fondos soberanos les resulta más fácil relacionar sus inversiones a los cambios y tendencias previstos a largo plazo.

### Korean Investment Corporation

Imitando el éxito de los fondos soberanos de Singapur, en concreto el de GIC, Corea del Sur creó en 2005 su propio fondo soberano. Korea Investment Corporation (KIC) fue creado con el mandato de maximizar el rendimiento de las reservas de Corea del Sur a través de inversiones internacionales, y desarrollar así la industria financiera nacional. Al igual que GIC, KIC no posee los activos que administra. Gestiona activos en nombre del Gobierno, en particular del Ministerio de Finanzas y del Banco de Corea, y recibe una comisión de gestión.<sup>52</sup>

<sup>50</sup> The Straits Times 7 de enero de 2014

<sup>51</sup> (Fortune 13/01/2015)

<sup>52</sup> Informe Anual de KIC de 2007

Con una dotación inicial de 1.000 millones de dólares en 2005, los activos gestionados por KIC crecieron hasta los 21.600 millones de dólares en 2008 y llegaron a los 85.000 millones de dólares a finales de 2014.<sup>53</sup> Al igual que GIC, el objetivo inicial de las inversiones de KIC eran activos tradicionales; en particular, acciones y bonos, principalmente en los países de la OCDE. Pero en el periodo comprendido entre 2005 y 2014, KIC amplió su abanico de inversión e incluyó capital privado, valores inmobiliarios, productos básicos y fondos de cobertura. A partir de 2010, KIC también ha ido aumentando su exposición de inversión a los mercados emergentes.<sup>54</sup>

KIC cuenta con oficinas en Nueva York y Londres y planea abrir oficinas adicionales en Asia y Oriente Medio.<sup>55</sup> Esto es un reflejo de los recientes esfuerzos de KIC por desarrollar capacidades internas, incluyendo en 2014 la creación de un centro de investigación. Se centra en el análisis macro y sectorial, como la energía, las IIC, la sanidad y los mercados de consumo.

### Tendencias de la cartera entre 2007-2014

Durante este periodo tuvieron lugar algunos cambios notables en la cartera. En cuanto a las clases de activos durante el periodo comprendido entre 2007 y 2014, la cartera de KIC mostró un claro sesgo hacia la renta variable y los bonos de los mercados desarrollados. La cartera de KIC mostraba en 2010 una tendencia hacia la OCDE con aproximadamente el 75% del total de sus inversiones en Europa, Reino Unido, Estados Unidos y Japón.<sup>56</sup> La renta variable y los bonos de mercados desarrollados representan más del 80 % de la cartera total de KIC. La renta fija como categoría de activos registró un descenso porcentual relativo del total de los activos gestionados durante este periodo, mientras que otras clases de activos ganaron importancia; en particular, acciones, valores inmobiliarios, fondos de cobertura, capital privado e inversiones especiales.<sup>57</sup> Los activos experimentaron el mayor crecimiento desde solo el 1,7 % en 2009, alcanzando el 8 % de la cartera total de KIC en 2014, lo que equivale a cerca de 6.800 millones de dólares.<sup>58</sup>

<sup>53</sup> Informe Anual de KIC de 2014

<sup>54</sup> Informe Anual de KIC de 2013

<sup>55</sup> Pensiones e inversiones 26 de marzo de 2015

<sup>56</sup> Informe Anual de KIC de 2010

<sup>57</sup> Inversiones especiales relativas a las empresas dedicadas a los sectores de desarrollo de energía y recursos naturales (Informe Anual de KIC de 2010)

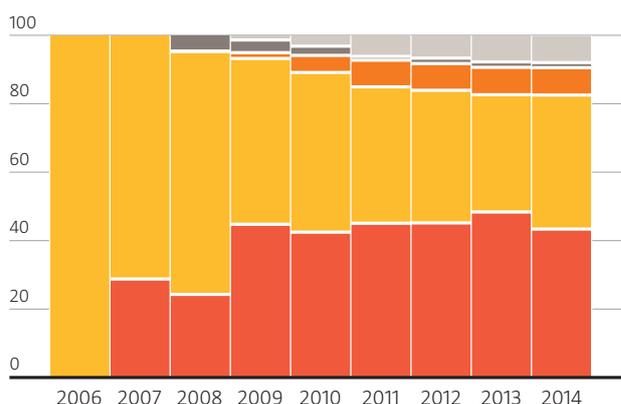
<sup>58</sup> Informe Anual de KIC de 2013, 2014

Gráfico 3

### La cartera de KIC (2006-2014)

Clases de activos

● Acciones ● Alternativos ● Otros  
● Renta Fija ● Inversiones Especiales



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes anuales de KIC.

KIC invierte directa e indirectamente a través de los gestores de activos externos. Al igual que GIC, busca operaciones a través de gestores externos con una buena trayectoria y experiencia en sectores y áreas en las que KIC tiene poca capacidad de inversión interna.<sup>59</sup>

A finales de 2007, del total de activos gestionados por KIC con un valor de 14.800 millones de dólares, se invirtieron alrededor de 10.800 millones de dólares en bonos, y de la inversión total de bonos solo 2.300 millones de dólares se gestionaron internamente, mientras que los 8.500 millones de dólares restantes se confiaron a gestores externos.<sup>60</sup> Por el contrario, a finales de 2010 se gestionó aproximadamente el 70 % de la cartera tradicional de KIC internamente y alrededor del 30 % fue administrado por gestores externos.<sup>61</sup> La tendencia a desarrollar capacidades internas fue señalada por un alto directivo de KIC, que destacó la necesidad de desarrollar capacidades y reducir la dependencia de KIC con respecto a las empresas privadas de investigación.<sup>62</sup>

<sup>59</sup> Informe Anual de KIC de 2013

<sup>60</sup> Informe Anual de KIC de 2007, pág. 23

<sup>61</sup> Informe Anual de KIC de 2010, pág. 4

<sup>62</sup> The Korea Times, 17 de diciembre de 2013

## 6. Gemelos diferentes y un primo lejano: Fondos Soberanos de Hong Kong, Singapur y Corea del Sur

### Desarrollos recientes

Tras un ambicioso comienzo, se informó de que KIC obtuvo "una rentabilidad decepcionantemente baja" en sus inversiones directas y especialmente un rendimiento deficiente con respecto a operaciones directas en el sector energético, en parte debido a la falta de experiencia.<sup>63</sup>

Como respuesta, el consejero delegado de KIC anunció a finales de 2014 una estrategia de promoción de asociaciones y coinversiones con otros fondos soberanos y fondos de pensiones.<sup>64</sup>

Bajo el liderazgo de KIC, en 2014 se estableció la Mesa Redonda de Coinversiones de los fondos soberanos, una plataforma de coinversión con el propósito de fomentar la cooperación y las coinversiones entre los grandes inversores institucionales y los fondos soberanos.<sup>65</sup> Le siguió la formación de una serie de alianzas estratégicas y la creación de fondos bilaterales.

Poco después, en noviembre de 2014, KIC firmó un memorando de entendimiento con la Autoridad de Inversiones de Catar para crear un fondo de inversión conjunto de 2.000 millones de dólares.<sup>66</sup> A principios de marzo de 2015, KIC firmó en una asociación estratégica en el sector de capital privado con Kingdom Holding Company (Arabia Saudí) y la Corporación de Inversiones de Dubái.<sup>67</sup>

### Conclusión

GIC presentó en abril de 2013 un nuevo marco de gestión dirigido a lograr una gestión más activa, alejado de un modelo de dotación tradicional, y orientado hacia un modelo de inversión oportunista. Este es el modelo que sigue el Canadian Pension Fund y se centra principalmente en la renta variable en los mercados emergentes y los valores inmobiliarios. Con respecto a los valores inmobiliarios, las inversiones de GIC siguen el modelo de los grandes fondos soberanos e invierte en "activos reales", pero también entra por primera vez en nuevos mercados, en particular en el sector inmobiliario de la India.

Mientras tanto, otro fondo soberano de Singapur, Temasek, reajusta su estilo de inversión mediante la inclusión de empresas de nueva creación con gran potencial en sectores dinámicos, como el software de consumo, Internet, la salud y las tecnologías limpias. Al apoyar el establecimiento de Singapur como el "Silicon Valley de Asia", Temasek empieza a competir cada vez más con otras empresas de inversión a escala internacional por las mejores *startups*.

Siguiendo los pasos de Singapur, en particular los de GIC, KIC ha aumentado su exposición a activos alternativos, y se centra gradualmente en el desarrollo de capacidades internas, coinversiones y empresas conjuntas con otros grandes inversores institucionales y fondos soberanos.

Aunque han pasado en gran medida desapercibidas para el público, HKMA y MAS tienen un gran potencial para lograr que una cantidad significativa de activos pasen a ser activos alternativos. Según los analistas de mercado, Hong Kong también ha iniciado una gestión más activa de sus reservas a partir de 2012, con el fin de mejorar su rentabilidad global. A finales de 2011, el Hong Kong Monetary Authority comenzó a centrar su interés en activos de mayor riesgo; a finales de 2011, invirtieron 10.000 millones de dólares en nuevas clases de activos; un tercio de esa cantidad era *private equity*; y el resto, bonos y acciones de mercados emergentes, activos denominados en RMB en China o inversiones relacionadas con la propiedad.<sup>68</sup>

KIC, por su parte, ha puesto en marcha una nueva y prometedora estrategia para ayudar a los fondos soberanos a coinvertir a través de una plataforma innovadora. A través de las coinversiones y la cooperación, los fondos soberanos se benefician al compartir los costes de búsqueda y ejecución, ahorran comisiones de gestión derivadas de la experiencia externa y podrían realizar negocios más complejos y rentables. La coinversión entre fondos soberanos y fondos públicos de pensiones podría dar lugar a un nuevo paradigma en el que el dinero público se reparte equitativamente por toda la geografía y clases de activos. El capitalismo de Estado está avanzando hacia nuevas e innovadoras formas de interactuar con el *viejo capitalismo*, tal y como lo conocemos.

Todos comparten una tendencia hacia la diversificación y sofisticación, a través de una variedad de medios, como la subcontratación, la coinversión y las asociaciones.

<sup>63</sup> Wallstreet Journal, 22 de octubre de 2014

<sup>64</sup> Ibid.

<sup>65</sup> <http://www.crosapf-summit.org/sub1.html>

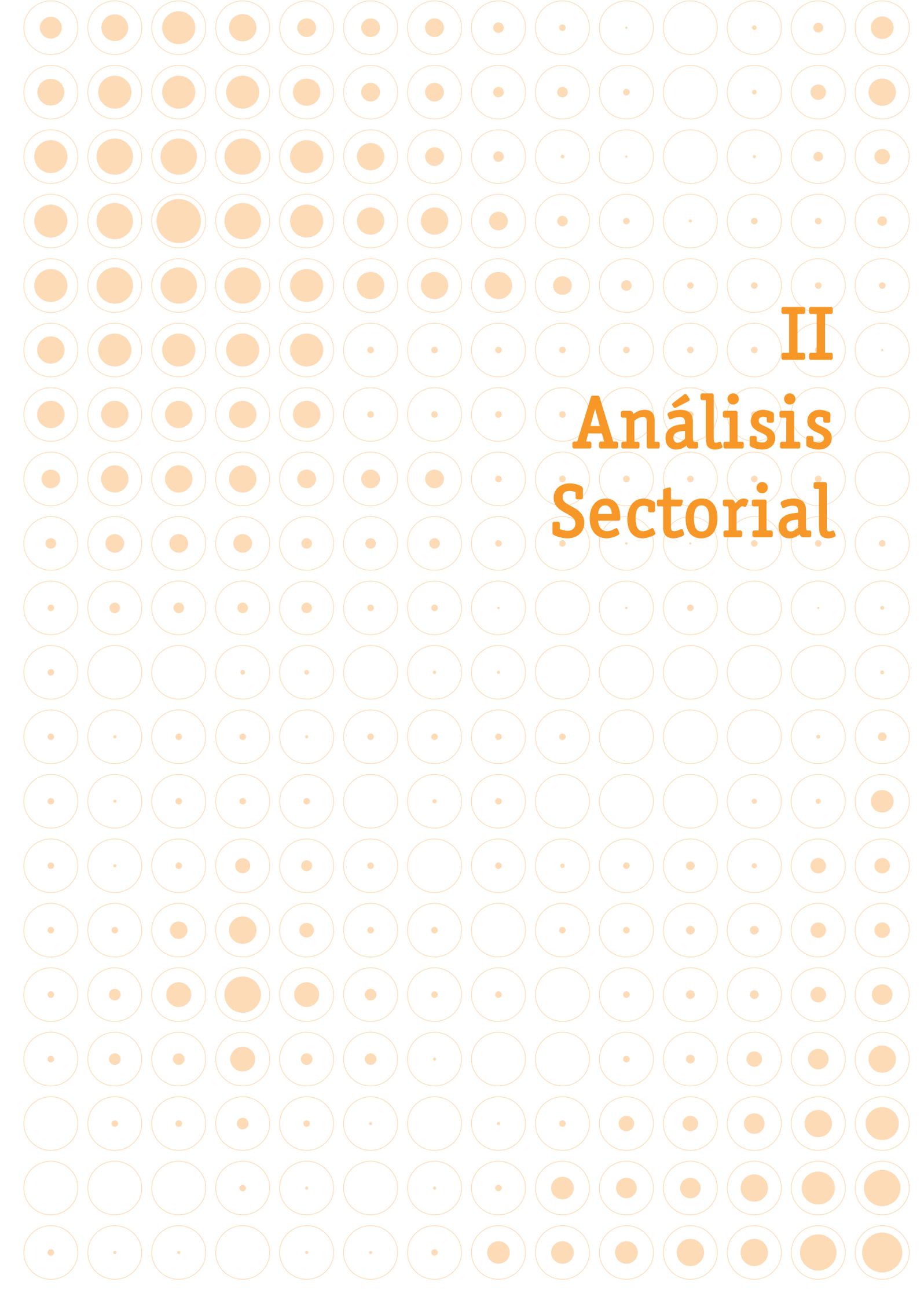
<sup>66</sup> Business Korea, 6 de noviembre de 2014

<sup>67</sup> Saudi Gazette, 5 de marzo de 2015, The National, 4 de marzo de 2015

<sup>68</sup> EIU (2012) El Exchange Fund de Hong Kong obtiene escasa rentabilidad, 11 de junio







# II Análisis Sectorial



# La geopolítica de la agricultura y los fondos soberanos

**Marc Garrigasait**

Presidente y Director de Inversiones en Koala Capital Sicav y Panda Agriculture & Water Fund

## 7. La geopolítica de la agricultura y los fondos soberanos

### Introducción

Pese a su relevancia geoestratégica la agricultura tiene un papel muy marginal dentro de las carteras de los inversores institucionales (fondos de inversión, aseguradoras, hedge funds, fondos de pensiones, *private equity* y fondos soberanos) a nivel global. Sin embargo, poderosas razones invitan a pensar que esta tendencia ya está cambiando.

La agricultura tendrá que hacer frente en los próximos años a un incremento exponencial de la demanda de alimentos debido al boom demográfico, al aumento de la renta per cápita, un cambio substancial en la dieta y, en menor medida, la irrupción de los biocombustibles. Al mismo tiempo, la agricultura, por su estrecha relación con el medio físico, presenta algunas restricciones, como el clima, la calidad y los nutrientes del suelo o la propia naturaleza de los cultivos, que limitan la producción en el corto y medio plazo. Estos dos elementos, fuerte demanda y limitaciones por parte de la oferta, han exigido al sector unas enormes mejoras en la productividad en los últimos 50 años para alimentar a la población mundial. La mecanización masiva de los campos, el uso generalizado de fertilizantes y abonos, nuevos pesticidas y técnicas de cultivos así como más y mejores infraestructuras de irrigación, son algunos de los elementos que explican el igualmente fuerte incremento de la productividad agrícola. En los años 60 y 70, la productividad agrícola mundial mejoraba a ritmos superiores al 3% anual, gracias a las mejoras citadas, pero en los últimos años este ratio ha ido descendiendo progresivamente hasta situarse entre el 0 y el 1%. Van a ser necesarias fuertes inversiones en el sector para acometer este enorme reto, pero solo llegarán si se mejora el marco institucional y de propiedad de la tierra que garantice la seguridad jurídica de estas inversiones –que, en el caso del sector agrícola– tienen un horizonte temporal a muy largo plazo.

Por otro lado, la creciente demanda de alimentos se reparte de manera muy desigual, afectando en mayor medida a aquellos países que, teniendo gran población y un fuerte crecimiento esperado del PIB per cápita, disponen de una superficie disponible para el cultivo relativamente baja. Este desigual reparto hace que muchos países dependan, y además de manera creciente, del sector exterior para garantizar su seguridad alimentaria. Un ejemplo son los países del Golfo Pérsico que importan cerca del 80-90% de los alimentos que consumen. Este déficit comercial agrícola de carácter estructural supone un condicionante cada vez más importante en la política exterior y comercial de dichos países. Al igual que sucede, por ejemplo, con los países importadores de

combustibles fósiles, estos países tienen que trazar estrategias que limiten una excesiva dependencia de un solo país, asegurándose un suministro fiable y diversificado de alimentos y, llegado el punto, acometer inversiones en el sector agrícola en países con excedente de producción. Estas dinámicas configuran lo que llamamos la geopolítica de la agricultura.

Nuestra conclusión es que el peso de la agricultura dentro de la cartera de las diferentes instituciones financieras en general, y de los fondos soberanos en particular, se incrementará en términos absolutos y relativos en los próximos años o incluso decenios. Los países emergentes tienen hambre y para satisfacer esta creciente demanda se necesitarán fuertes inversiones para capitalizar el campo y hacerlo más productivo. Es un reto mayúsculo.

Ante este escenario, los fondos soberanos jugarán un papel especialmente activo por diversos motivos. Primero, porque la seguridad alimentaria es un tema crucial y los fondos soberanos son instrumentos financieros muy poderosos en muchos de los países con déficit agrícola-alimentario. Segundo, la propia naturaleza y estrategia de inversión de largo plazo casa bien con el horizonte temporal propio de las inversiones en agricultura. Por último, una gran parte de los países con mayor potencial agrícola tienen regímenes jurídicos y de propiedad aún débiles, que dificulta enormemente las inversiones de agentes privados. Los fondos soberanos tienen el respaldo en última instancia de la autoridad de su país, que protege la seguridad jurídica de sus inversiones.

### Las dinámicas globales del sector agrícola

En las últimas cinco décadas hemos asistido a un proceso de gran crecimiento y convergencia global. Las cifras así lo atestiguan: el PIB global se ha multiplicado por seis; mientras el PIB per cápita, por el gran crecimiento de la población, se multiplicaba por tres.<sup>2</sup> El abaratamiento del transporte, la revolución tecnológica, el incremento del comercio global y el fuerte aumento del endeudamiento público y privado, han sido algunos de los elementos que explican el gran crecimiento económico experimentado en las últimas cinco décadas, donde la economía global ha crecido a un ritmo del 3% anual. Este proceso de crecimiento ha venido acompañado de una reducción drástica de los niveles de pobreza y un aumento imparable de la renta disponible, sobre todo en los países emergentes que han concentrado buena parte de este crecimiento y ha provocado un proceso de convergencia sin precedentes. El progreso se ha ido extendiendo como una mancha de aceite hacia prácticamente todas las partes del planeta, con sus particularidades,

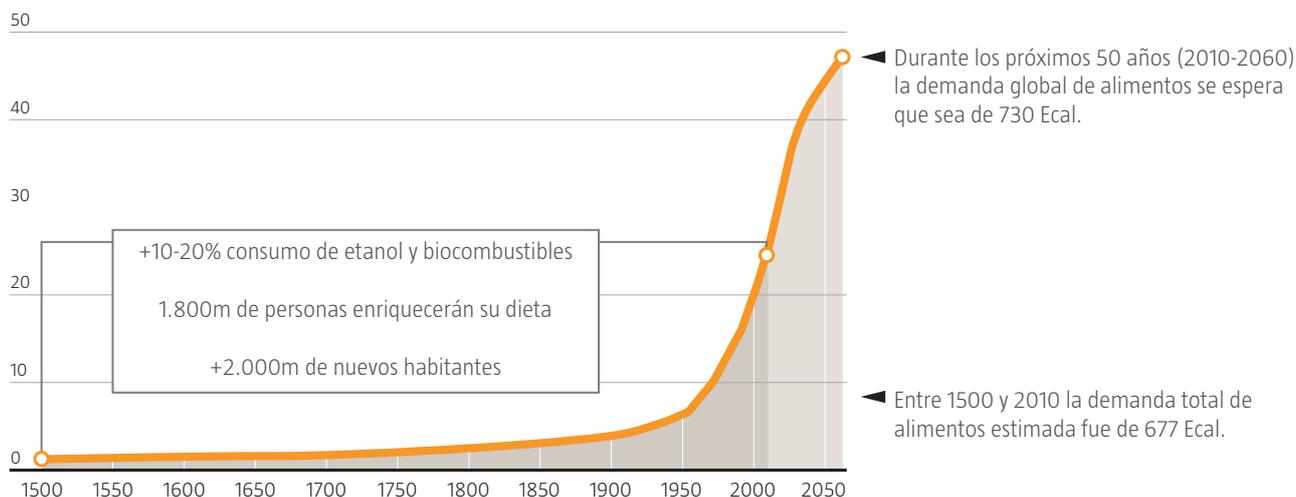
<sup>1</sup> Agradezco la ayuda de Luis Torras, consultor financiero y experto en China, en la elaboración de este artículo. El autor agradece que cualquier comentario o reflexión sobre este artículo sea enviado a: [info@pandaagriculturefund.com](mailto:info@pandaagriculturefund.com).

<sup>2</sup> «Global Growth: can productivity save the day in an aging world?», McKinsey Global Institute, Enero 2015.

## Gráfico 1

### Proyección del aumento de la demanda de productos agrícolas

Demanda Global de Alimentos (Pcal/día)



Fuente: Cribb (2011).

especificidades y limitaciones, dando lugar a un nuevo escenario más fragmentado, multipolar y diverso.

Lo anterior no descubre nada nuevo: más gente en el planeta que vive mejor que hace tan solo unos años. Sin embargo, una consecuencia de lo anterior a la que normalmente prestamos menos atención, es la enorme presión que este desarrollo ha supuesto sobre el uso de los recursos del planeta en general, y de los recursos agrícolas en particular. Además, esta fase de rápido desarrollo demográfico y económico por buena parte de los países emergentes está lejos de agotarse. La FAO<sup>4</sup> estima que la demanda total de alimentos crecerá entre un 50 y un 70% hasta 2050. Esto significa que la humanidad tiene que producir en las próximas cuatro décadas aproximadamente los mismos alimentos que ha producido en los últimos 10.000 años (gráfico 1).<sup>5</sup> La magnitud del reto no puede ser mayor.

Un buen indicador para entender esta presión sobre los recursos agrícolas disponibles –y también para contextualizar los fuertes incrementos en la productividad del sector– lo encontramos en la evolución en el número de hectáreas cultivables per cápita. Desde 1960, con el inicio del boom demográfico, el mundo acumula una caída del 55% en el número de hectáreas per cápita que han disminuido de 0,42 a 0,19. El fuerte aumento de la población en los llamados países emergentes ha coincidido con un estancamiento en la superficie total mundial cultivada en los últimos 20 años. El conjunto de países desarrollados tenían en 1960 una superficie disponible per cápita de cerca de 7.000 metros cuadrados (casi como un campo de fútbol), en comparación con los 3.350 (la mitad) de los países emergentes. Esta superficie ronda en la actualidad los 4.500 metros cuadrados en los países desarrollados y cerca de 1.800 en el caso de los emergentes. Para 2050, se estima que esta disminución llegue hasta los 4.000 metros cuadrados por persona en los países desarrollados y unos 1.390 en los países emergentes.<sup>6</sup>

<sup>3</sup> Cribb, J. 2011, «The Coming Famine, Risks and solutions for the food challenge of the 21st century»: <http://www.holysee.embassy.gov.au/files/hyse/Global%20Food%20Security%20Oct11.PDF>. «The different aspects of the sustainable food production focusing on greenhouse technologies»: <http://www.scientific-publications.net/get/1000000/1401626820381277.pdf>

<sup>4</sup> Food and Agriculture Organization

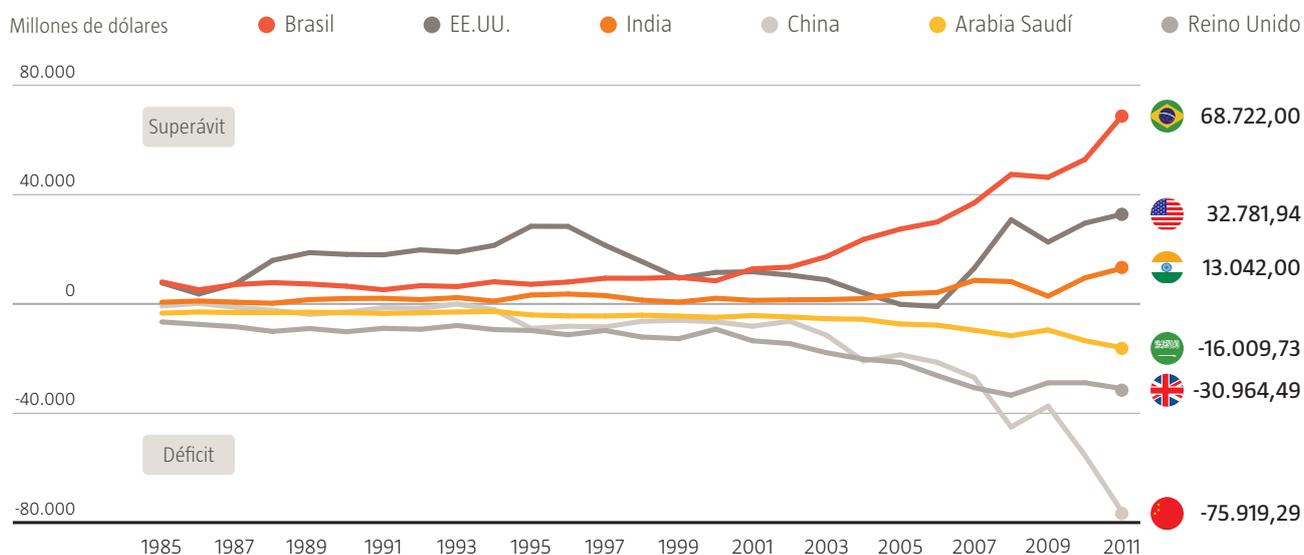
<sup>5</sup> Entre 1500 y 2010 se estima que la humanidad produjo 677 exa-calorías de alimentos. Durante los próximos 40 (de 2010 a 2040), se estima tendrá que producir 730. CSIRO, «Sustainable Agriculture: Feeding the World», Megan Clark; «Barbarians at the farm gate», The Economist, 3 de Enero de 2015.

<sup>6</sup> Soil Atlas 2015. Un campo de fútbol tiene 7.140 metros cuadrados. Informe disponible en Internet: [https://www.boell.de/sites/default/files/soil\\_atlas\\_2015.pdf](https://www.boell.de/sites/default/files/soil_atlas_2015.pdf)

## 7. La geopolítica de la agricultura y los fondos soberanos

Gráfico 2

### Evolución saldo comercial agrícola (1985-2011)



Fuente: FAO (2015).

Por ello, el futuro de la agricultura pasa inevitablemente –y como lleva pasando durante los últimos dos siglos<sup>7</sup>– por los constantes crecimientos y avances en la productividad. La seguridad jurídica es especialmente sensible en el caso agrícola y está estrechamente vinculado al régimen de propiedad del suelo.<sup>8</sup>

La calidad de las instituciones es el factor que en mayor medida determina el crecimiento de un país en el largo plazo. Un marco institucional sólido es aquel que posibilita la creación de riqueza y su reparto de manera justa, sin que se desincentive el ahorro, el trabajo o la responsabilidad. En los últimos años, hemos visto como el conjunto de países que hace tres décadas llamábamos “tercer mundo”, y que hoy llamamos emergentes por sus elevadas tasas de crecimiento, convergían poco a poco hacia los estándares de desarrollo y bienestar de los países avanzados. En la base de esta convergencia hay una mejora institucional en los países emergentes

que, poco a poco y en muchos casos de manera *sui generis*, han ido adoptando gradualmente el grueso de instituciones que ha permitido el desarrollo de los países occidentales desde la Revolución Industrial.<sup>9</sup> Cualquier reforma que implique mejorar las instituciones es compleja, requiere de grandes consensos y de la existencia de liderazgos políticos eficaces que no siempre se dan, y sus efectos son solo visibles en el largo plazo. Todo esto hace que, la fragilidad institucional y de los regímenes de propiedad sea otro elemento que hoy en día todavía limita en el corto y medio plazo la producción agrícola en muchos países y en especial en muchos países con enorme potencial agrícola.

Un ejemplo muy ilustrativo de todo lo anterior es China. El gigante asiático ha visto como su PIB per cápita se multiplicaba por 20 desde principios de los ochenta, partiendo de niveles muy bajos. Este gran crecimiento ha permitido que más de 600 millones de personas hayan salido de la pobreza y que cerca de 230 millones sean consideradas ya hoy como clase media, con el consiguiente incremento exponencial de la demanda de alimentos. En las próximas dos décadas es presumible que esta tendencia seguirá su

<sup>7</sup> Giovanni Federico señala que, en resumen, la agricultura “ha sido una gran historia de éxito”; una mejora continuada en la productividad del campo especialmente intensa a partir de 1800. FEDERICO, G., *Feeding the World. An Economic History of Agriculture, 1800-2000* (Princeton University Press, 2005), pp. 1-4.

<sup>8</sup> Salvador Millet i Bel, a petición del político y empresario catalán Francesc Cambó, elaboró un detallado estudio sobre la historia de la agricultura en España donde su principal conclusión es que el régimen de propiedad es el principal factor determinante. MILLET I BEL, S., *Història de la agricultura espanyola als segles XIX i XX* (Pagès, 2001).

<sup>9</sup> FERGUSON, N., *Civilization: The West and the Rest* (London: Penguin Books, 2012) y *La gran degeneración. Cómo decaen las instituciones y mueren las economías* (Barcelona: Deusto, 2013).

curso. El PIB per cápita de China puede situarse en niveles próximos a los 27.000 dólares per cápita y su clase media puede superar los 950 millones.<sup>10</sup>

Igualmente compleja resulta la situación por el lado de la oferta. China cuenta con cerca de un 20% de la población mundial y en cambio solo dispone de un 7% de la superficie cultivada global. El fuerte desarrollo urbano y sus graves problemas de irrigación han contribuido a que la superficie agrícola disponible haya disminuido un 8,7% desde 1985. En este mismo periodo, la población china se ha incrementado en un 24%, lo que ha supuesto un descenso del uso agrícola per cápita de las 0,11 hectáreas por persona a las 0,08 actuales. China cuenta con 110 millones de hectáreas disponibles para la agricultura, un 11% sobre la superficie total, para una población de 1.300 millones, lo que supone una ratio de tan sólo

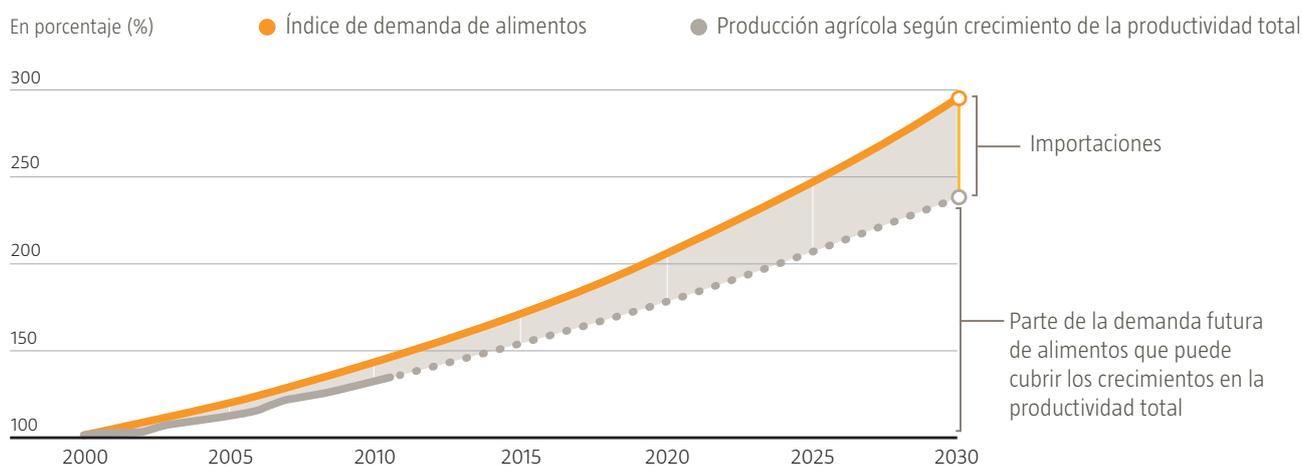
0,08 hectáreas por cápita, una de las más bajas del mundo.<sup>12</sup> El creciente déficit comercial agrícola chino, ya cercano a los 80.000 millones de dólares, es solo una consecuencia lógica (gráfico 2).

### La geopolítica de la agricultura: la batalla por la seguridad alimentaria

En el gráfico 2 veíamos la evolución en el saldo comercial agrícola de algunos países seleccionados, con trayectorias muy distintas. Se observa la potencia exportadora de Estados Unidos con una demanda doméstica ya completamente desarrollada, mientras que China, que aún sufrirá un fuerte aumento en su demanda de alimentos, ya arrastra hoy en día un fuerte déficit comercial agrícola-ganadero. Como señalábamos, el caso chino es especialmente paradigmático y sirve para ilustrar las dinámicas que

Gráfico 3

### Demanda de alimentos y producción agrícola en China



Fuente: Fuglie (2013).

<sup>10</sup> "10 projections for the global population in 2050", Rakesh Kochhar, 3 de febrero de 2014. Pew Research Center: <http://www.pewresearch.org/fact-tank/2014/02/03/10-projections-for-the-global-population-in-2050/>. Este incremento representa un 2%, poco si se compara con el incremento del 34% previsto para la India, otro país con una compleja geopolítica de la agricultura para los próximos años. Según el China Statistical Yearbook 2011 y los datos de Naciones Unidas, la población china ha pasado de 1.045 millones en 1985 a 1.368 en 2014. Las proyecciones de Naciones Unidas para 2030 es que China alcance los 1.453 millones en 2030 (+6% con respecto a 2014), y los 1.385 millones (disminuye con respecto a 2030) en 2050 (apenas un +1% con respecto a 2014). United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division. World Population Prospects: The 2012 Revision (Medium variant).

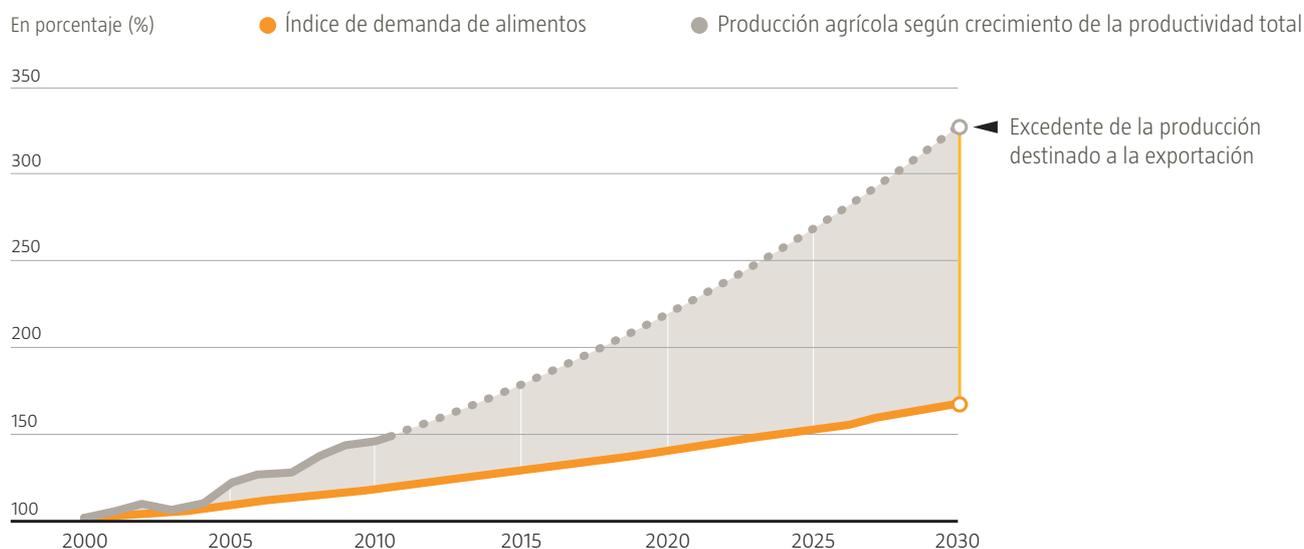
<sup>11</sup> 2013 Gap Report. Para los cálculos del crecimiento de la producción agrícola (Total Factor Productivity, TFP) en China, se ha proyectado hasta 2030 el crecimiento de la productividad media para el periodo 2001-2010. La demanda está calculada en base a las proyecciones de población de Naciones Unidas, así como las proyecciones de PIB per cápita de PwC, las estimaciones sobre la elasticidad entre el aumento de la renta disponible y la demanda de comida —es decir, la proporción en cada momento de renta disponible dedicada a la partida alimentación—, esta extraída de TWEETEN, L.G. y TOMPSON, D. (2009), «Long-term global agricultural supply-demand balance, and real food prices», Farm Policy Journal, vol. 5, 1-5.

<sup>12</sup> Banco Mundial, estimaciones 2013-2015 en Panda Agricultural & Water Fund. Con respecto al porcentaje de superficie agrícola disponible total, China cuenta tan sólo con el 11%, bajo si lo comparamos con otros países como Francia 33%; Alemania 34%, Brasil 8,3%; India 52,5%; Japón 11,6%; España 24,9%.

## 7. La geopolítica de la agricultura y los fondos soberanos

Gráfico 4

### Demanda de alimentos y producción agrícola en Brasil



Fuente: Fuglie (2013).

determinan la geopolítica de la agricultura. Un estudio elaborado por el Global Harvest Initiative, estima que en 2030 un 28% de la demanda total de alimentos de China deberá cubrirse importando alimentos de otros países (gráfico 3).

Este fenómeno no es exclusivamente chino, también lo vemos en otros países desarrollados y emergentes del continente asiático y también en gran parte de los países que configuran la región del África sub-sahariana y del Golfo Pérsico. En todos ellos coexisten dos factores: poblaciones relativamente grandes y en crecimiento, y una proporción de tierra para el cultivo relativamente baja. El conjunto de países asiáticos, por ejemplo, arroja un déficit de 159.000 millones de dólares según los últimos datos disponibles de la FAO. En el Golfo Pérsico, países como Arabia Saudí o Emiratos Árabes Unidos importaban de forma neta 27.000 millones de dólares en alimentos en 2011. India, otro gigante con una influencia global creciente, mantiene un cierto superávit comercial agrícola que asciende hasta los 13.000 millones de dólares, aunque es de esperar que éste se vaya reduciendo siguiendo un patrón similar al chino. Hoy en día ya existe para muchos países una “batalla” —ahora en proceso de reequilibrio— por asegurar el acceso al petróleo a precios razonables, y lo mismo sucede —aunque con diferentes reglas del juego— en el sector agrícola. Los países con déficit estructural de alimentos deben aplicar una estrategia

geopolítica condicionada por su dependencia alimentaria con respecto a terceros países productores.

Si hay países que importan alimentos, del mismo modo, han de existir potencias exportadoras. Una de las más importantes es Brasil. El caso de Brasil es contrapuesto al de China. Brasil cuenta con 0,37 hectáreas cultivables per cápita, similar a Francia y muy superior a China con tan sólo 0,08. Además, este nivel se ha mantenido más o menos constante desde 1985 pese al aumento de su población. Brasil ha sido uno de los países que más ha invertido en modernizar su sector agrícola y hoy se encuentra entre los más competitivos del mundo. Por añadidura, el BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento), actúa como el verdadero fondo soberano de Brasil. A través de su brazo inversor, BNDESPar, ha realizado fuertes inversiones en el sector agrícola dando soporte a una industria clave para la economía del país. Para dicho fondo, las inversiones en agricultura, más concretamente en ganadería, representan cerca de un 6% sobre el total de la cartera, un valor muy superior a la media de otros fondos similares.<sup>13</sup>

<sup>13</sup> Según un estudio realizado, el sector de alimentación ha sustituido en importancia al sector de las telecomunicaciones, con un 6% de la inversión sobre el total de la cartera. Este porcentaje incluye las participaciones en las empresas cárnicas JBS, Marfrig, Brasil Foods y la láctea Vigor. Ver “BNDESPar concentrates 89% of its investment in five industries”: <http://direitoeinfraestrutura.blogspot.com.br/2013/03/infraestrutura-bndes-concentrates-89-of.html>

Todo ello ha servido para que la productividad del campo en Brasil haya ido creciendo rápidamente y de manera sostenida en los últimos años. Según un estudio, la productividad agrícola en Brasil ha crecido a un ritmo del 4,3% anual en el período 2001-2010. Este incremento tan notable ha convertido al país latinoamericano en uno de los mayores exportadores de alimentos a nivel mundial. Si proyectamos este mismo incremento de la productividad como escenario base hasta 2030 y lo comparamos con el crecimiento más débil en la demanda de alimentos, obtenemos que el excedente alimentario disponible para la exportación aumentará de manera importante los próximos años (gráfico 2).

No ha de extrañar, por tanto, que Brasil sea uno de los mayores socios comerciales, y de los más importantes, de China. Las exportaciones de soja de Brasil al gigante asiático, por poner solo un ejemplo, han pasado de cero en 1995 a 22,5 millones de toneladas métricas en 2012. Los brasileños, cuentan con una situación inversa a la de los chinos: disponen de un 5,3% sobre el total mundial de hectáreas cultivables del planeta siendo únicamente un 2,9% de la población. Ahora bien, ¿qué papel pueden jugar los fondos soberanos en estas dinámicas?

### La agricultura y los fondos soberanos

La inversión total actual en agricultura a nivel global es anecdótica y no se corresponde con la importancia y el valor económico que el sector primario tiene en la mayoría de economías. En el mundo, el número de inversores institucionales que invierten en agricultura es irrelevante aún. También es el caso de los fondos soberanos, aunque ya se empiezan a observar algunos cambios.

Los fondos soberanos gestionan activos por valor de más de 7 billones de dólares a nivel mundial y forman una parte relevante en la geopolítica de determinados países, la mayoría de ellos emergentes. Al operar con un horizonte temporal de muy largo plazo, estos fondos pueden asumir inversiones con mucha menor liquidez, por ejemplo invirtiendo en infraestructuras y servicios públicos en países emergentes que suelen ser los que presentan más carencias en estos capítulos. Hasta fecha muy reciente, la gran olvidada en este tipo de inversiones ha sido la agricultura aunque ya empiezan a soplar vientos de cambio.

En el último *World Investment Forum*, organizado por la UNCTAD<sup>14</sup> en octubre de 2014, ejecutivos de los fondos soberanos y fondos de pensiones reunidos en Ginebra remarcaron el enorme potencial de inversión a largo plazo que existe en muchos sectores en los países en desarrollo. En dicho encuentro, se destacó el interés creciente del

mundo financiero por sectores clave en el desarrollo de las nuevas economías emergentes haciendo mención expresa al sector de la energía, el agua y la agricultura.<sup>15</sup> Gestores de fondos soberanos de China, Arabia Saudita, Sudáfrica y Noruega, así como del fondo de pensiones de Dinamarca, expresaron su preferencia por inversiones en infraestructuras o en agricultura por ajustarse muy bien a su horizonte temporal.

A pesar de que la mayoría de fondos soberanos son opacos, exceptuando casos puntuales, los recientes anuncios de inversiones agroalimentarias estratégicas de algunos de ellos constatan un cambio de tendencia, y en especial en los países con mayores necesidades.

Por ejemplo, *Hassad Food*, un fondo exclusivamente agrícola vinculado al fondo soberano *Qatar Investment Authority* y puesto en marcha en 2008, ha manifestado su interés en realizar inversiones estratégicas en el sector agroalimentario de Turquía y Brasil invirtiendo en azúcar, proteínas de animales, grano y arroz.<sup>16</sup> Una de las líneas estratégicas del *Hassad Food* es, precisamente, asegurar la seguridad alimenticia de Qatar. En 2009, adquirió grandes extensiones de fincas agrícolas en Australia y recientemente ha hecho público su interés por adquirir activos relacionados con la agricultura en Estados Unidos, Canadá, Brasil y países del Este de Europa principalmente. El fondo hace mención a que todo este tipo de inversiones se realizan a muy largo plazo, en algunos casos con un horizonte superior a los 50 años.

Fondos muy relevantes en Oriente Medio como el *Abu Dhabi Investment Authority* (con 773.000 millones de dólares en activos bajo gestión), el *Kuwait Investment Authority* (548.000 millones), o el importantísimo fondo saudí SAMA Foreign Holdings (744.000 millones de dólares), todos ellos de países con escasos recursos agrícolas, publican escasa información por lo que es imposible estimar el volumen invertido en agricultura.<sup>17</sup> Sin embargo, sí sabemos que el gobierno saudí estableció en noviembre de 2011 la compañía SALIC (*Saudi Agricultural and Livestock Investment Company*) con el objetivo de invertir en agricultura. En abril de 2015, SALIC junto a la compañía brasileña Bunge anunció la compra del 50,1% de la Canadian Wheat Board, que controla las exportaciones de trigo canadiense, el segundo mayor exportador mundial, por 201 millones de dólares.

<sup>14</sup> United Nations Conference on Trade and Development

<sup>15</sup> World Investment Report 2014. Investing in the SDGs: An action Plan, United Nations Conference on Trade and Development, Nueva York, Ginebra, 2014.

<sup>16</sup> "Qatar Wealth Looks Turkish Food Sector", SWFI (1/10/2013), y "Qatar's Hassad Food eyes Brazilian sugar, poultry assets", Reuters (25/02/2015).

<sup>17</sup> En febrero de 2013 tuvo lugar la Global AgInvesting Middle East 2013, una reunión que sirve de punto de encuentro de inversores para discutir sobre las diferentes oportunidades que ofrece el sector agrícola en cuanto a productos de inversión, retorno y perfil de riesgo. El seminario anual está organizado por varios players de la gran industria financiera global en la que tuvieron una participación muy activa diversos fondos soberanos de Oriente Medio, como el saudí, el catari y el kuwaití, así como de otras partes del globo: <http://www.globalaginvesting.com/Conferences/Home?eventId=18>.

## 7. La geopolítica de la agricultura y los fondos soberanos

Otra iniciativa similar, aunque no sea un fondo soberano *stricto sensu*, es el grupo inversor *Al Ain Holding* creado en 1996 por el Emir de Abu Dabi. Este importante grupo en la región cuenta con una filial exclusivamente dedicada a las inversiones agrícolas, *Al Dahra Agriculture*, que actualmente dispone de unas 81.000 hectáreas, ocho plantas de deshidratación de forraje y alfalfa (algunas de ellas adquiridas en Lérida y Zaragoza) y diversos centros para procesar arroz y trigo. A pesar de la opacidad informativa, el sector agrícola está presente en el radar de los principales gestores de inversiones del Golfo.

También en África, un continente clave en la geopolítica agrícola global, se empiezan a observar los primeros movimientos. El gobierno de Zambia —uno de los mayores productores de cobre a nivel mundial— ya ha anunciado la creación de un nuevo fondo soberano para estimular la inversión en otros sectores al margen de la minería entre los que destaca el sector de las infraestructuras y la agricultura.<sup>18</sup> Zambia da un importante paso estratégico para diversificar su sector exterior, hoy sumamente dependiente de las exportaciones de cobre que representan tres cuartas partes del total. Esta iniciativa se suma a la de Angola al anunciar su presidente dos años atrás, la creación de un fondo soberano con el mismo objetivo de diversificar el sector exterior, en este caso dominado por los hidrocarburos. Dicho fondo contó con una asignación inicial de 5.000 millones de dólares, para invertir en infraestructuras, agricultura y sector minero, considerados estratégicos para el país.

En 2012, el *Nigeria Sovereign Investment Authority* (NSIA), el vehículo encargado de gestionar parte de la gran cantidad de reservas de divisas que provienen de la venta de crudo del país, anunciaba una asignación de 1.000 millones de dólares para acometer inversiones de capital semilla y en donde, de nuevo, la agricultura figuraba de manera explícita como una de las industrias estratégicas a desarrollar.<sup>19</sup> Dentro de la estructura del fondo, un 40% del total se asignó a la rama *Nigeria Infrastructure Fund* (NIF), la más importante, y cuyo objetivo es la inversión en infraestructuras para mejorar la competitividad del país. Los sectores estratégicos en los que invertirá el fondo son: salud, agricultura, carreteras, vivienda y generación eléctrica.<sup>20</sup>

En el continente asiático, Singapur, con dos fondos soberanos, es especialmente relevante. GIC y Temasek tienen un volumen de activos bajo gestión de 320.000 y 167.000 millones de dólares respectivamente. Pese a tener una política más transparente, GIC en su último informe anual no hace ninguna mención ni da ninguna pista sobre la composición sectorial de su cartera, aunque Reuters publica su cartera de inversiones, al menos parcialmente. El porcentaje total de GIC dentro del sector agrícola-alimentario en su cartera de inversiones sería de un 2,1% aunque si nos centramos en las actividades puramente agrícolas este porcentaje se reduce al 1,44%.<sup>21</sup> Como operación relevante, en 2012, adquirió una participación con un valor aproximado de 571 millones de dólares en la multinacional agrícola brasileña Bunge.

Por su parte, Temasek sí facilita información desglosada sobre la composición de su cartera. De las 46 inversiones principales que tiene actualmente el fondo (y de las que publica información), únicamente tres son del sector agrícola. A precio de mercado, la participación de estas tres compañías asciende a 2.686 millones de dólares según se desprende de la última memoria hecha pública por el fondo. Esto representa una inversión de un 1,2% sobre el total.<sup>22</sup> Cabe destacar que hasta hace poco, Temasek tenía también acciones de la multinacional agrícola Monsanto en la que desinvertía en noviembre de 2013. En total, Temasek vendió 1,25 millones de acciones por un valor aproximado de 140 millones de dólares. Dentro de este proceso de desinversión, el fondo soberano de Singapur, también redujo su posición en la compañía de fertilizantes agrícolas Mosaic con un valor de unos 9 millones de dólares.<sup>23</sup> Los datos de GIC y, en mayor medida, Temasek nos dan un punto de anclaje cercano al 1,2-1,4% del peso de la inversiones agrícolas sobre el total de la cartera.

Otro fondo que sí publica todas sus posiciones y que, además, ejerce una poderosa influencia en la estrategia de otros fondos soberanos, es el *Government Pension Fund Global* de Noruega, el mayor fondo soberano del mundo con 896.000 millones dólares bajo gestión. Es tal su importancia estratégica que actualmente supone nada menos que el 1,3% de todas las bolsas mundiales. El peso del sector agrícola en su cartera es de un 1,1%, un porcentaje similar al de Temasek. Si ampliamos el foco del análisis, y añadimos las compañías de alimentación, el peso total dentro de la cartera aumenta de manera muy significativa hasta el 4,9%.

<sup>18</sup> "Zambia Plans Sovereign Wealth Fund to Stimulate Investment", Chris Kay, Bloomberg (08/01/2014).

<sup>19</sup> "Sovereign Wealth Fund takes off with \$1bn grant", Emma Ujah, Vanguard (21/05/2013).

<sup>20</sup> «An Appraisal of the Nigeria Sovereign Investment Authority», Nnamocha P.N. y Osmond N. Okonkwo, *Developing Country Studies*, Vol.5, No.2, 2015.

<sup>21</sup> "Singapore sovereign fund GIC buys 5 pct stake in Bunge", Reuters (24/02/2012). De los datos públicos sabemos que las inversiones en agricultura son: Mahindra & Mahindra (0,44%), Bunge (0,42%), Sime Darby (0,25%), IOI Corp. (0,14%), Kuala Lumpur Kepong (0,10%), Taiwan Fertilizer (0,05%), Tate & Lyle (0,04%), Thomson Reuters Datastream.

<sup>22</sup> Listado completo de las inversiones de Temasek a 31/03/2014: [http://www.temasekreview.com.sg/content/dam/temasek/annual-review-2014/documents/en/Temasek\\_Review\\_2014\\_en.pdf](http://www.temasekreview.com.sg/content/dam/temasek/annual-review-2014/documents/en/Temasek_Review_2014_en.pdf).

<sup>23</sup> "Temasek Pares U.S. Stocks with Facebook, Monsanto Exits", Bloomberg (15/11/2013).

El total de fondos soberanos suman más de 7 billones de dólares en activos bajo gestión, según los datos del Ranking elaborado por ESADEgea en 2014. Si estimamos razonable pensar que la inversión en agricultura de estos fondos se puede situar en torno al 1%, esto significa que, aproximadamente, el conjunto de fondos soberanos a nivel global tienen una posición inversora en activos puramente agrícolas que no superaría los 60.000 millones de dólares. Estimamos que esta cifra se multiplicará por cuatro en la próxima década.

Volviendo de nuevo al análisis cualitativo, el caso chino resulta ser el más ilustrativo y el que más pistas arroja sobre el futuro cercano. Una de las características claves del régimen chino, no exenta de críticas, es la alta preparación y visión de largo plazo de sus líderes. En las dos últimas décadas los dirigentes chinos, con mayor o menor acierto, han ido plantando cara al enorme reto que supone la integración de China en la economía global, en un proceso hoy aún inconcluso. En junio de 2014, Ding Xuedong, el presidente del fondo soberano *China Investment Corporation* (CIC) hizo un importante anuncio al mundo. El CIC, fue creado en 2007 y ya gestiona 652.000 millones de dólares. En suma, se trata de uno de los fondos encargados de gestionar las ingentes cantidades de reservas de divisas que entran cada año en China desde su sector exterior. No todos los datos de la cartera son públicos, pero sí sabemos que el 40% de la cartera está compuesto por acciones cotizadas y que el 28% de las inversiones tienen un horizonte temporal de largo plazo. La mayor parte de las inversiones, un 67% sobre el total, se realizan fuera de China.

El junio de 2014, en un relevante artículo publicado en Financial Times, Ding Xuedong anunció al mundo que iban a empezar a invertir en agricultura. Dijo: *"We are keen to invest more across the entire value chain - in partnership with governments, multilateral organizations and like-minded institutional investors - in areas that will help to unlock the industry's potential, increase the food supply and offer attractive returns"*. El artículo proseguía: *"We believe the agriculture sector offers stability, a way of hedging against inflation and a device for spreading risk."*<sup>24</sup> Los chinos son plenamente conscientes del reto que supone contar con casi un 20% de la población y tan solo un 7% de la superficie cultivable, un hecho que pone contra las cuerdas su sector agrícola aún con un importante recorrido para capitalizarse y mejorar su productividad.

El máximo ejecutivo de CIC hacía una mención expresa a la seguridad alimentaria como pieza esencial dentro de la estrategia del fondo para los próximos años. Ding mencionaba también las fuertes necesidades de inversión y capital que necesita el sector agrícola en las próximas décadas y que cifra en un incremento del 50% con respecto al volumen actual.

China también ha puesto en marcha otras iniciativas con el objetivo último de intensificar sus inversiones en agricultura. El mejor ejemplo es la empresa COFCO. COFCO quiere rivalizar con las 4 grandes multinacionales agrícolas que controlan el comercio mundial de granos (las llamadas ABCD o Archer Daniels, Bunge, Louis Dreyfus y Cargill), sirviendo como el principal canal de importación y exportación de productos agroalimentarios entre el gigante asiático y el resto del mundo. Se trata de un holding con cuatro filiales cotizando en Hong Kong. Este holding, estrechamente controlado por el gobierno, hunde sus raíces en el antiguo monopolio estatal chino que se ha ido reinventando y mutando a partir del intenso proceso de reformas que han afectado el sector agrícola en las últimas cinco décadas. Así pues, COFCO se convierte en un instrumento clave para el comercio global agrícola del país<sup>25</sup>. Este rol le ha llevado a invertir en adquisiciones en el exterior como la compra del negocio agrícola de la compañía de trading de Singapur *Noble Group* junto con el fondo de capital riesgo chino Hopu Investment Management por 1.500 millones de dólares, o la compra del 51% de la compañía de trading agrícola holandesa Nidera entre otras operaciones.<sup>26</sup> Ilustrativo resulta también que el 23% del total de inversiones públicas y privadas chinas en Europa en 2014, se realizaron en el sector agroalimentario.<sup>27</sup>

### Los fondos soberanos serán impulsores de la nueva mega tendencia para la próxima década: la agricultura

Los fondos soberanos podrían liderar la nueva oleada de inversiones en activos agrícolas en los próximos decenios. Para que estas inversiones puedan ser rentables, los gobiernos, sobre todo en los países emergentes, han de mejorar el entramado institucional de manera que estos también converjan hacia estándares occidentales.

<sup>25</sup> Actualización: CIC anunciaba el pasado 13 de mayo de 2015 la creación de una joint venture con COFCO, ésta aportará sus paquetes de control en Nidera (Holanda) y Noble Agri (Singapur). La nueva entidad resultante, COFCO International será un 80% de COFCO y un 20% de CIC y competirá con los cuatros grandes traders globales ADM, Bunge, Cargill y Louis Dreyfus. China se prepara así para controlar el enorme volumen de importaciones agrícolas actual y su más que probable crecimiento futuro."

<sup>26</sup> COFCO en 2012 adquirió la compañía de azúcar australiana Tully Sugar por 140 millones de dólares.

<sup>27</sup> En 2014, China invirtió en Europa 18.000 millones de dólares de los cuales 4.100 fueron destinados a inversiones en el sector agroalimentario, "Chinese investment into Europe hits record high in 2014", Baker & McKenzie (11/02/2015): <http://www.bakermckenzie.com/news/Chinese-investment-into-Europe-hits-record-high-in-2014-02-11-2015/>.

<sup>24</sup> "China will profit from feeding the world's appetite", Ding Xuendong, Financial Times (17/06/2014).

## 7. La geopolítica de la agricultura y los fondos soberanos

En efecto, la mejora institucional es el paso previo a facilitar un volumen mayor de inversiones que permitan a los países emergentes, tanto en Asia, América Latina o África, mejorar su productividad agrícola para así poder satisfacer el insaciable crecimiento en la demanda de productos alimentarios que el conjunto de países emergentes experimentará durante los próximos años. Con todo, los datos indican que estos incrementos en la productividad agrícola fruto de mejoras institucionales no serán suficientes en el corto y medio plazo para cubrir la creciente demanda. Países asiáticos o del Golfo Pérsico con más población relativa, dependerán cada vez más de las importaciones de alimentos del resto del mundo para poder funcionar. La geopolítica de la agricultura condicionará de manera creciente nuevos aspectos en la diplomacia global.

En la actualidad, la mayoría de fondos e inversores en el sector agroalimentario se centran en las fases de distribución, transformación o comercialización, etapas alejadas de las actividades que ensanchan la oferta real de alimentos. De nuevo, estableciendo un cierto paralelismo con el sector energético, los inversores privados están invirtiendo en gasolineras pero no en actividades de exploración y prospección de nuevos pozos, que son hoy muy necesarias. En consecuencia, se ha producido cierto abandono con respecto al conjunto de inversiones en agricultura a nivel global. En suma, el sector se encuentra muy descapitalizado en un momento en el que la demanda de alimentos sube con fuerza. Esto invita a pensar que en la próxima década veremos cómo, irremediablemente, el sector tiene que afrontar inversiones que le permitan mejorar su productividad y aumentar la producción.

Como hemos señalado, nuestra estimación es que el conjunto de inversiones en los fondos soberanos en el sector puramente agrícola difícilmente llega actualmente al 1%, lo que significa un volumen de inversiones de, aproximadamente, unos 60.000 millones de dólares a nivel mundial. Estimamos que en la próxima década se podría cuadruplicar esta cifra y situarla en niveles próximos a los 240.000 millones, solo por parte de los fondos soberanos.

Según un estudio de la gestora de fondos norteamericana TIAA-CREF, en 2012 los inversores institucionales suponen menos del 1% de todas las plantaciones agrícolas en el mundo. Dentro del grupo de los inversores institucionales, los fondos soberanos son más pacientes y pueden aceptar y aguantar la alta ciclicidad en los precios agrícolas en el corto plazo, en mayor medida que una buena parte e estos grandes inversores, públicos y privados.

El mandato de los fondos soberanos no es exclusivamente el de la rentabilidad con una volatilidad razonable y controlada. Sus objetivos muchas veces van más allá. En la mayoría de estos fondos soberanos, la seguridad alimentaria ya forma parte explícita de la misión/visión o principios básicos. Por añadidura, la mayor parte de las grandes inversiones en agricultura que se han de llevar a cabo están en países emergentes. Este tipo de inversiones, como decíamos, se realizan en entornos donde existen unos niveles de inseguridad jurídica que son inasumibles por el sector privado que, en la mayoría de casos, no cuentan con los contactos o influencias necesarias. El hecho de que los fondos soberanos cuenten con el respaldo directo de los gobiernos de sus países permite apalancar las redes diplomáticas y pueden facilitar el acceso a esos mercados. Por último, existe el argumento de la atractiva rentabilidad ajustada a riesgo que pueden ofrecer este tipo de inversiones. Las dinámicas por el lado de la demanda son muy claras y es de esperar que la rentabilidad del sector en el largo plazo siga siendo atractiva como lo ha sido en las últimas dos décadas con una volatilidad más reducida que la bolsa.<sup>28</sup>

El mundo necesita de una nueva fase de fuerte mejora en la productividad agrícola como la que vivimos en los años 60-70. Para conseguirlo, no serían suficientes los más de 200.000 millones de dólares que podrían invertir los fondos soberanos. Todos los actores del sector financiero global serán imprescindibles: fondos de inversión, fondos de pensiones públicos y privados, fondos de capital riesgo, hedge funds, aseguradoras o "endowments". Los fondos soberanos podrían liderarlo pero no será suficiente. Invertir en agricultura será tan necesario como rentable, de no serlo los inversores privados volverían a darle la espalda al sector y no nos podemos permitir este lujo. La sostenibilidad financiera es necesaria para la continua reinversión en el sector.

<sup>28</sup> "La agricultura es la mejor inversión en USA y Gran Bretaña en los últimos 20 años", Marc Garrigasait (11/01/2015): <http://investorsconundrum.com/2015/01/11/agricultura-la-mejor-inversion-en-usa-y-gran-bretana-en-los-ultimos-20-anos/>.





# Sovereign Venture Funds

**Javier Santiso \***  
Profesor de Economía en ESADE Business School  
y Vicepresidente del ESADE Center for Global Economy and Geopolitics (ESADEgeo)

\* Este artículo fue elaborado originalmente en abril de 2015, solo al autor corresponde la responsabilidad sobre las opiniones expresadas, errores y omisiones.

## 8. Sovereign Venture Funds

Los fondos soberanos están apostando por la innovación y la tecnología. Como comentamos hace dos ediciones, se trata de una tendencia novedosa que se afianza con el paso del tiempo. Se ha convertido en una de las principales apuestas de los fondos soberanos. Las inversiones se han multiplicado alcanzando no sólo a las grandes *startups* que cotizan en el Nasdaq americano u otras plataformas de cotización bursátil. Asistimos ahora a un desembarco relevante de fondos soberanos en *startups*.

Las inversiones ya no se limitan a las grandes empresas tecnológicas cotizadas sino que abarcan ahora los Uber o Spotify. Algunos fondos soberanos, como Khazanah o GIC, han decidido abrir oficinas internacionales en Palo Alto. Cada vez es más habitual ver inversiones de estos fondos en los famosos “unicornios”, *startups* que alcanzan en tiempo récord valoraciones superiores a los 1.000 millones de dólares. Las apuestas y las ganancias se hacen a veces a velocidad de vértigo: así, el fondo soberano de Malasia, Khazanah, ha conseguido unos 1.000 millones de dólares de beneficios por su inversión de 400 millones de dólares en el gigante chino de internet Alibaba, todo ello en menos de dos años. Otros fondos soberanos también entraron en el accionariado de la empresa, como el chino CIC y el singapurense Temasek (CIC invirtió más de 2.000 millones de euros por un 5,6% del *equity* de la *startup*).

A su vez, la irrupción de unicornios<sup>1</sup> en China está propulsando el ecosistema: los fundadores de estas *startups* se están volcando en invertir en más empresas tecnológicas, alimentando un círculo virtuoso. A mediados de 2015 uno de los fundadores y vice presidente de Alibaba, Joseph Tsai (con una fortuna estimada en más de 6.500 millones de dólares) decidió crear un family office en Hong Kong<sup>2</sup>. Al igual que Jack Ma, el fundador de Alibaba, o Lei Jun, el fundador de Xiaomi, otra *startup* china, están ahora facilitando el auge de más *startups*.

Como veremos estamos ante una tendencia inédita. Los grandes fondos estatales de los países emergentes han entrado de lleno en la carrera por el valor añadido. Estamos presenciando una aceleración del re-equilibrio del mundo. En la década anterior

este re-equilibrio de las riquezas de las naciones occidentales hacia los mercados emergentes fue masivo. Los flujos comerciales y de capitales se re-orientaron hacia los mercados emergentes, otorgándole a éstos un mayor protagonismo como emisores y receptores. Ahora este re-balanceo abarca también la innovación y la tecnológica. Es más, esta década es y será la del auge de los emergentes como potencias tecnológicas. Corea del Sur, un país de unos cincuenta millones de habitantes, en términos futbolísticos golea a España en innovación y tecnología. China ya invierte en *venture capital* más que toda Europa y se ha convertido en el segundo mayor hub de *startups* y *venture capital* del mundo. Israel tiene más *startups* cotizando en el Nasdaq que toda Europa.

Por si fuera poco, el capital de los países emergentes se está movilizándolo en inversiones de alto valor añadido. Desde China hasta Singapur, pasando por Catar o Emiratos, se han multiplicado en los últimos años las apuestas de los fondos soberanos por la *startups* americanas y europeas. También por las asiáticas. El fenómeno no es nuevo: los Estados han estado (siempre) muy presentes en las inversiones tecnológicas. Silicon Valley o Tel Aviv nacieron, en gran parte, de la mano visible del Estado americano e israelí, tal como narró Josh Lerner, de la Universidad de Harvard, en un libro magistral<sup>3</sup>. Muchas de las innovaciones que hoy en día conocemos, como internet, el *cloud computing*, o la realidad aumentada, han sido incubadas por capital semilla estatal o impulsadas por agencias gubernamentales. Y sigue en parte así: en 2014 el Ministerio de Defensa estadounidense (el Pentágono) se unió a la CIA para invertir en *startups* relacionadas con la ciberseguridad. Desde 1999, la CIA cuenta con un fondo de *venture capital*, Q-Tel, que invierte abundantemente en empresas tecnológicas. Esta vinculación estatal –militar, en particular– es también clave para entender el auge de las *startups* israelíes y del famoso programa Yozma, que desencadenó el milagro tecnológico de la *Startup Nation*.

Es más, podríamos argumentar que la primera inversora en *venture capital* de la era moderna ha sido una reina, Isabel la Católica. A finales del siglo XV un genovés le presentó su *venture*: una nueva ruta hacia las Indias, advirtiéndole también del alto riesgo del emprendimiento; la reina apostó por ese emprendedor; al final, el retorno sobre inversión fue monumental. Como pasa muchas veces con las *startups*, el modelo de negocio inicial no se cumple (descubrir las Indias), pero aparece otro (un nuevo continente, las Américas), con un retorno sobre capital mucho mayor de lo planeado.

\* Este artículo fue elaborado en mayo de 2015, el autor acarrea de manera individual toda la responsabilidad por las opiniones expresadas, errores y omisiones.

<sup>1</sup> Compañías no cotizadas valoradas por fondos de *venture capital* en 1.000 millones o más.

<sup>2</sup> El family office será gestionado por Oliver Wesiberg, uno de los managing director de Citadel, el hedge fund con sede en Chicago, y Alexander West, el fundador de Blue Pool Capital, un hedge fund de Hong Kong creado por el propio Tsai. El modelo de gestión del family office será similar al del prestigioso endowment de la Universidad de Yale (dónde Tsai estudió), muy volcado en inversiones alternativas y en *venture capital* en particular. Este modelo es el que también han seguido iconos de Silicon Valley como Mark Zuckerberg, que apoyó la creación de un multi family office de San Francisco, Iconiq Capital, el cual maneja cuentas para él y también para la chief operating officer de Facebook Sheryl Sandberg. Tsai, por su parte, conoce bien el mundo de los family office por haber trabajado en Asia para Investor AB, el vehículo de inversión de la familia sueca Wallenberg, con inversiones en gigantes tecnológicos como Ericsson y en holdings de *startups* como el grupo alemán Rocket Internet.

<sup>3</sup> Ver Josh Lerner, *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to Do About It*, Princeton, Princeton University Press, 2009.

Lo que estamos presenciando es nada más y nada menos que el auge de los *sovereign venture funds*. Como veremos, estos fondos tienen una doble vertiente: algunos invierten directamente en *startups* y otros también articulan fondos de fondos para invertir en fondos de *venture capital* privados que a su vez invierten en *startups*.

### Mercados Emergentes 3.0

Mientras Europa pierde uno tras uno sus iconos tecnológicos -el último en caer ha sido Nokia, ahora en proceso de re-inención con la adquisición en 2015 de Alcatel Lucent- los mercados emergentes se están haciendo cada vez más fuertes en innovación y tecnología. Algunas de sus empresas ya son líderes mundiales en sus respectivos sectores.

Esta es la gran noticia: los mercados emergentes han dejado de ser países de bajo coste y poca intensidad tecnológica. Ya no se trata tan solo de flujos comerciales y financieros, sino de países que apuestan por la innovación y la tecnología. Y su apuesta supera con creces la habitual percepción europea.

Sólo los cuatro BRICs (China, Brasil, Rusia, India) suman en 2015 el 43% de la población mundial, el 21% del PIB mundial y el 20% de la inversión extranjera directa (casi 205.000 millones de dólares). En menos de una década el comercio entre ellos se ha disparado, multiplicándose por 10 para alcanzar más de 200.000 millones de dólares. Estos cuatro países son ya la segunda, séptima, octava y décima potencia económica mundial respectivamente. De acuerdo con el FT Global 500 que recoge las 500 empresas con mayor capitalización del mundo, China ya cuenta en 2015 con tantas empresas como Reino Unido (33). Lo mismo ocurre con India y Brasil (ambas con 10) que se colocan ya por delante de España (con 9 en el Top 500).

Otros países, como Singapur, están desbancando a los grandes centros financieros occidentales, en particular, los suizos. Singapur es, de hecho, la primera economía emergente en incorporarse al muy selecto club de los países "triple A", con la mayor calidad crediticia internacional. Chile, Turquía o México ya son miembros de la OCDE. La mayor concentración de millonarios está en Catar, por delante de Suiza (Catar es de hecho el país con el PIB per cápita más elevado del planeta). Igualmente las mayores aerolíneas del planeta ya son de países emergentes, con Emiratos a la cabeza. Todos buscan hacerse con activos icónicos y sobre todo adquirir conocimiento para proveer servicios dentro de sus respectivos países. Así, en 2015, el grupo Fosun compró el Cirque du Soleil, para completar su oferta de entretenimiento para las clases medias chinas, después de haber comprado el Club Med

también en 2015 y tomado una participación en la agencia de viajes Thomas Cook.

Pero sobre todo estamos viendo una ola expansiva tecnológica. Ya no estamos hablando de países de mano de obra barata y repletos de materias primas sino de economías que están descargando a gran velocidad las "killer apps" tecnológicas. En 2015, el mayor proveedor mundial de la industria de telecomunicaciones ya no es una empresa americana, francesa o sueca sino china (Huawei). El principal productor mundial de PCs ya no es americano sino chino (Lenovo). Una de las empresas más intensivas en I+D del mundo es coreana (Samsung) y también ha desbancado a sus competidores finlandeses y estadounidenses como el mayor productor desde 2013 de teléfonos y dispositivos móviles. Estamos asistiendo a una tectónica del mundo inédita hasta la fecha. La difusión de la tecnología se está acelerando como nunca en el espacio y en el tiempo, como apunta Diego Comín<sup>4</sup>.

Un caso paradigmático de ello es Corea del Sur. En los sesenta este país era más pobre que España o cualquier otro de América Latina<sup>5</sup>. En 2015, los supera a todos en términos de PIB per cápita, por no hablar de desempeño en materia de educación (junto a Finlandia en los informes PISA de la OCDE). En 1963 Corea exportaba bienes por un valor equivalente a precios actuales de poco más 600 millones de dólares, sobre todo productos agrícolas y derivados de la pesca. En 2015, exporta por un valor superior a 600.000 millones de dólares, y sobre todo electrónica, maquinaria, productos químicos y tecnología naval. El gigante Samsung cuenta en sus entrañas con más de 80 empresas y emplea a más de 380.000 personas en el mundo. En el 2013 dobló incluso a Apple, vendiendo más smartphones y generando más beneficios que la empresa californiana.

La innovación, en particular empresarial, era hace poco historia de occidentales. Las multinacionales de los países OCDE concebían, producían y comercializaban los productos innovadores. Poco a poco se instaló otro modelo: la innovación se seguía concibiendo en Occidente pero se producía en países emergentes. Este modelo es el de Apple con los *ipods* y *ipads*, en parte producidos en Taiwan, Corea o China. Estamos ahora viendo emerger un tercer modelo en el cual cada vez más la innovación no solo se produce y comercializa desde los mercados emergentes sino que también se está concibiendo en ellos.

<sup>4</sup> Ver Diego Comín, Mikhaeil Dmitriev, y Esteban Rossi-Hansberg, "The spatial diffusion of technology", Harvard University, Boston College y Princeton University, Marco 2013 (no publicado). <http://www.dartmouth.edu/~7Edcomin/files/SDT.pdf>

<sup>5</sup> Ver para una comparación entre España y Corea uno de los capítulos del libro de Javier Santiso, España 3.0: Necesitamos resetear el país, Barcelona, Planeta, 2015.

## 8. Sovereign Venture Funds

Este desplazamiento está provocando un re-ordenamiento acelerado de las clasificaciones empresariales mundiales. Las clasificaciones de las empresas más innovadoras realizadas por Boston Consulting Group o Forbes nos cuentan más de lo mismo. El Top 10 de BCG está liderado por Tencent y en él también figuran una taiwanesa (Mediatek), una mexicana (América Móvil), otra china (China Mobile), dos indias (Bharti Airtel e Infosys) y una sudafricana (MTN). En el listado de Forbes también Tencent se asoma en el Top 10 (por delante de nuevo de Apple o Google), dónde figura la brasileña Natura Cosmetics y la india Bharat Heavy.

En el mundo de Internet, tradicionalmente dominan las multinacionales estadounidenses. Sin embargo, Tencent ya ostenta una capitalización bursátil de 45.000 millones de dólares, colocándose por delante de eBay o de Yahoo. Desde Moscú, el ruso Yuri Milner está revolucionando las reglas del capital riesgo digital, dominado hasta ahora por fondos californianos. Su empresa, Digital Sky Technologies (DST), posee mail.ru una de las *startups* rusas exitosas que cotiza en el *London Stock Exchange* por valor de más de 8.000 millones de dólares. Su fondo de *venture capital* es uno de los pocos en poseer participaciones en Facebook, Zynga o Groupon. En 2011, Milner lanzó un segundo fondo, DST Global 2, por un monto de 1.000 millones de dólares, un tamaño inédito en Europa occidental.

La propia china Tencent (que posee 10% de DST y compró *startups* como Riot Games en EEUU por 400 millones de dólares) lanzó también el suyo en 2011, Tencent Industry Win-Win Fund, para acelerar la compra de *startups* por un monto similar (unos 760 millones de dólares). Por su parte Alibaba Group Holdings, otra de las mayores empresas chinas de internet, lanzó el suyo vía su filial Taobao por un monto de 46 millones de dólares. Legend Capital por su parte, propietaria en parte de Lenovo (más del 42%), levantó otro fondo tecnológico, de 500 millones de euros en 2011. Desde Singapur, Singtel, el operador de telecomunicaciones, lanzó también en 2011 su propio fondo de *venture capital* con más de 250 millones de dólares para acelerar la adquisición de *startups* tecnológicas. Todas estas iniciativas muestran cómo los emergentes asiáticos están apostando por hacerse un hueco cada vez mayor en el mundo de las *startups* y del *venture capital*.

Este fenómeno no es sólo asiático. El caso de Naspers, una multinacional sudafricana del mundo digital, es emblemático: obtiene más del 70% de sus ingresos en el continente africano pero también ha multiplicado sus adquisiciones en los mercados emergentes. Posee el 45% de Tencent, una participación que compró en 2011 y que desde entonces se revalorizó más de un

3.100%: de modo que el mayor "*home-run*" de la historia del mundo de internet no está en manos de un fondo californiano sino... sudafricano. También ha invertido en la rusa mail.ru (390 millones de dólares) y posee el 91% de la startup brasileña Buscapé (que compró por más de 340 millones de dólares). En Europa del Este compró Tradus por más de 1.000 millones de dólares en 2008. Desde el 2010 ha seguido comprando en América Latina, adquiriendo la startup argentina DineroMail, la empresa de pagos en línea más grande del continente y Olx.com, en 2011, por cerca de 145 millones de dólares. Hoy en día, Naspers está presente en 129 países, factura cerca de 4.000 millones de dólares, tiene 12.000 empleados, y se ha convertido en uno de los principales inversores en *startups* de países emergentes.

Todos seguimos pensando que Silicon Valley es el gran foco omnipotente de la innovación y la tecnología a nivel mundial. Sin embargo, China se coloca desde 2013, como segundo hub mundial de *venture capital*. Hay más *startups* por habitante en Israel que en cualquier otro país del mundo: aquí el *venture capital* per cápita alcanza un récord de más de 140 dólares por habitante, el doble de los 70 registrados en Estados Unidos.

Un país como Brasil ya posee un ecosistema de *startups* y fondos de *venture* más potente que el de España: en 2015 este país ya tiene varios fondos de *venture* dotados con más de 100 millones de dólares para inversiones exclusivamente en el país (España no tiene ningún fondo de este tamaño dedicado exclusivamente a invertir en el país). Grupos de medios como el brasileño RBS han lanzado así e.Bricks un fondo de más de 100 millones de dólares para invertir en empresas de internet locales. Los grandes fondos californianos ya se han puesto en marcha hacia ese nuevo El Dorado: Redpoint e.ventures cerró un fondo de 130 millones de dólares para invertir en *startups* del país. Los europeos también se están moviendo, en 2012 el fondo de *venture* asentado en Londres, Atómico, desembarcó en Brasil.

En 2013, Amadeus, otro gran fondo europeo, cerraba con la teleco sudafricana MTN un fondo de 75 millones de dólares para apostar por *startups* de países emergentes (África incluido dónde también las cosas se mueven en países como Kenia o Sudáfrica). Por su parte, Telefónica apostó masivamente por los emergentes, en particular latinos, mediante una red de aceleradoras presente en 8 países del continente (Wayra) y fondos de *venture capital* presentes en 3 de ellos (Amerigo). La mexicana América Móvil también ha invertido en 2013 en *startups*. Una de ellas ha sido la inglesa Shazam en la cual tomó 11% por unos 40 millones, proponiéndose expandirla a toda la región.

Los grupos españoles no se quedaron tampoco inactivos, en particular BBVA que creó un fondo de *venture* de 100 millones (para invertir en Estados Unidos y también ocasionalmente en América Latina). En 2013, participó con una inversión de más de 20 millones de dólares en la *startup* alemana de servicios financieros, SumUp, Lo mismo hizo el Santander con la sueca iZettle en el 2013. Ambos bancos acompañan en la internacionalización a estas *startups* europeas, abriéndole camino hacia los mercados emergentes de América Latina.

Podríamos aquí imaginar que además de tener responsables basados en España para el mercado nacional, estas *startups* europeas, llevadas de la mano por bancos españoles hacia América Latina, tengan también en la península sus responsables para nuevos mercados (en el caso de iZettle están en Londres y en el caso de SumUp en Berlín) y en todo caso para América Latina. ¿Por qué no imaginar que España, Madrid y Barcelona, se conviertan en un *hub* para *startups* europeas hacia América Latina (y viceversa un *hub* de entrada en Europa para *startups* procedentes de América Latina y otros emergentes?)

### De Copacabana al Nasdaq: Las *startups* y las multilatinas tecnológicas

El cambio tecnológico, más allá del comercial y financiero, es evidente en China, India, Corea o Singapur. Pero también abarca otras regiones del mundo. En concreto, una revolución silenciosa se está apoderando de algunas economías de América Latina. En varios países de la región estamos presenciando un estallido inédito del emprendimiento y un auge de multinacionales sin precedentes que abarca ahora mucho más allá de México y Brasil, las dos potencias regionales dominantes.

### El vibrante ecosistema latino de *startups*

Así, en 2010, mientras ingresaba en la OCDE, el gobierno chileno lanzaba Startup Chile, un programa voluntarista para importar hoy ya más de 1.000 *startups* y hacer emerger un Chilecon Valley en el cono sur del continente. En 2013, Brasil lanzó su Startup Brasil, al igual que Perú en 2014. Por su parte Colombia impulsó uno de los programas de digitalización de la economía más ambicioso del continente. Colombia, de la mano de su ministro de telecomunicaciones e innovación, ha lanzado un potente programa de digitalización. Estos países lideran así la ola expansiva en la región hacia la innovación, sin olvidar México que ha conseguido hacerse un hueco en la industria aeroespacial con un potente clúster en Querétaro.

En apenas unos años, los resultados empezaron a aflorar. Chile ha conseguido colocarse en el mapa mundial de las *startups*: en 2010, su programa de aceleración recibía unas 100 solicitudes (para 22 *startups* seleccionadas); en la última convocatoria se presentaron casi 1.600 proyectos (para unos 100 seleccionados). Lo más llamativo es que el 80% procede del extranjero, una de cada cuatro *startups* seleccionadas vienen de EEUU, pero también de India, España, Rusia o Reino Unido, además de los países vecinos del continente. Pero este programa tuvo otro efecto más poderoso e inesperado: despertar el apetito emprendedor de los propios chilenos. Entre el centenar de *startups* seleccionadas para la añada del 2013 figuran ya 19 chilenas (y la cifra no ha dejado de aumentar en 2014 y 2015). En apenas cinco años, el programa ha lanzado casi 1.000 *startups*. Mientras, la industria del *venture capital* chilena también ha ido creciendo con nada menos que seis nuevos fondos creados en 2013 que aportarán unos 125 millones de euros para financiar nuevas *startups*.

Como en Brasil o Colombia, las instituciones públicas chilenas han sido claves para fomentar este auge. En Chile, Corfo es uno de los instrumentos claves. En Brasil, el papel impulsor lo comparten el potente BNDES (*Banco Nacional de Desenvolvimento*) y FINEP (*Financiadora de Estudos e Projetos*). En Colombia, por su parte, el Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (con Apps.co) junto con Bancoldex son los motores de estas transformaciones. Ciertamente es que al continente todavía le queda mucho recorrido para colocarse entre las naciones más innovadoras del mundo: ninguna empresa del continente se encuentra dentro de las 100 más innovadoras del mundo identificadas por Thomson Reuters.

El programa Start-up Brasil comenzó en 2013 ofreciendo 100.000 dólares (frente a los 40.000 del programa chileno) para cada una de las 100 *startups* ganadoras (además de visados y otras facilidades que también proporcionan las 9 aceleradoras privadas asociadas al programa). En este país se concentra, de hecho, el grueso de la actividad de capital riesgo y capital emprendedor del continente. Como comentado, Redpoint e.ventures arrancó un fondo dotado con 130 millones de dólares enteramente dedicados a *startups* brasileñas. Igualmente, los grandes fondos californianos como Sequoia o Accel o ingleses como Atómico abrieron oficinas en el país carioca a lo largo del año pasado; mientras, Intel Capital intensificó sus inversiones en Brasil y Microsoft está ahora considerando abrir una aceleradora (algo que ya ha hecho Telefónica con Wayra en un total 8 países de la región, no sólo en Brasil).

## 8. Sovereign Venture Funds

Esta fiebre inversora por las *startups* no es sólo extranjera: en 2012, el grupo brasileño multimedia RBS lanzó un fondo de 100 millones de dólares, e-Bricks Digital, para invertir en 12-15 empresas tecnológicas brasileñas cada año. ¿Pura locura? En Brasil ya existen docenas de *startups* que facturan más de 30 ó 40 millones de dólares al año: Mobi, Afilio, Lets, Predica, Wine, Vitrinepix, ObaOba, Hagah, etc. En agosto del año 2014, el fondo americano Insight Venture Partners invirtió 20 millones de dólares en Hotel Urbano, una *startup* brasileña creada en 2011 y con más de 500 millones de facturación hoy en día. En 2015, el gigante americano Tripadvisor entró en el capital de Despegar.com una *startup* latinoamericana con sede en Miami.

### Las grandes empresas de América Latina: las Multilatinas

Estamos además presenciando un auge de multilatinas 2.0, focalizadas en innovación y tecnología<sup>6</sup>. En Brasil están apareciendo *startups* de gran tamaño como Totvs, al igual que en el país vecino, Argentina, con MercadoLibre. La primera ha creado un fondo corporativo Totvs Ventures y ha abierto una oficina de I+D en Silicon Valley. Por su parte, MercadoLibre, creó en 2013 un fondo de 10 millones de dólares para financiar emprendimiento. Esta *startup*, con más de 1.000 empleados, ha logrado atraer a un sinfín de inversores americanos sofisticados: institucionales como Morgan Stanley y T. Rowe Price junto a fondos de *venture capital* internacional como General Atlantic, Tiger Global Management, Benchmark y locales como Monashees. Los fundadores de Globant, otra tecnológica argentina, crearon también en 2013 un fondo de 10 millones de dólares para invertir en *startups*, junto al fundador de Riverwood, fondo de *venture* de Nueva York.

Algunas de las tecnológicas de la región ya superan los 1.000 millones de dólares de facturación como por ejemplo la chilena Sonda. Más sorprendente todavía, es la aparición de estas compañías tecnológicas en los rankings de las mayores multilatinas. Así, tanto en 2013 como en 2012, Brightstar se colocó entre las 3 principales multinacionales de la región en el ranking de la revista América Economía (adquirida por el gigante tecnológico japonés Softbank). Esta ola (latina) apenas se ha levantado: en 2013, en la encuesta de los Global Millenials impulsada por el Financial Times y Telefónica en 27 países, los jóvenes de América Latina lideraron las respuestas de los que se veían como líderes digitales. En Colombia el 27% de los jóvenes encuestados fueron identificados como líderes tecnológicos, justo por delante de Perú (26%), Chile (22%), México (21%) o Brasil (18%). Todos estos países superaron a EEUU (16%), Inglaterra (13%), Alemania (12%) o España y Francia (6% ambos). Dicho de otra manera: una onda expansiva tecnológica está

recorriendo la juventud latinoamericana, con mucho más fuerza de lo que estamos viendo en Europa.

Los tópicos sobre América Latina abundan. Seguimos viendo la región como una gran mina a cielo abierto, repleta de materias primas y brotes populistas (y en parte aún lo es). Pero haríamos bien en tomarle el pulso a esa otra América Latina que está surgiendo: pujante, innovadora, rompedora. No nos sorprendamos si pronto vemos alguna *startup* latina saltar de Copacabana al Nasdaq. De hecho, ya ha ocurrido: lo ha hecho MercadoLibre desde las orillas del Mar de Plata y, otra también argentina, Globant, lo hizo en 2014. Pronto seguirán otras, desde Brasil, Chile, Colombia. No nos sorprendamos de ello. Tampoco lo dudemos. Quizás en el futuro el próximo Google salga de Río. Al fin y al cabo, ¿no es precisamente el creador de Kinect, el producto estrella de Microsoft... un brasileño?

### Sovereign Venture Funds: Fondos soberanos 3.0

Sin embargo América Latina no es la región del epicentro tecnológico e innovador en los mercados emergentes. Asia destaca de manera abrumadora. Hemos ya mencionado el auge de las empresas tecnológicas asiáticas. El caso más espectacular es quizás la china Alibaba que se ha convertido en el mayor IPO del mundo del internet, por delante de la californiana Facebook. Esta tendencia no hará más que acentuarse. Desde Asia se levantan no sólo grandes empresas del mundo digital sino también los fondos soberanos, potentes brazos inversores ahora entrando también en el mundo de las nuevas tecnologías.

Tradicionalmente más alejados de inversiones en tecnología, los fondos soberanos se han puesto en marcha. El más activo, como veremos más adelante, ha sido el de Singapur, Temasek, uno de los grandes artífices de las principales compañías del país (entre ellas SingTel, el operador de telecomunicaciones). En 2013, ha invertido junto con Goldman Sachs cerca de 110 millones de dólares en la *startup* china Cloudey.

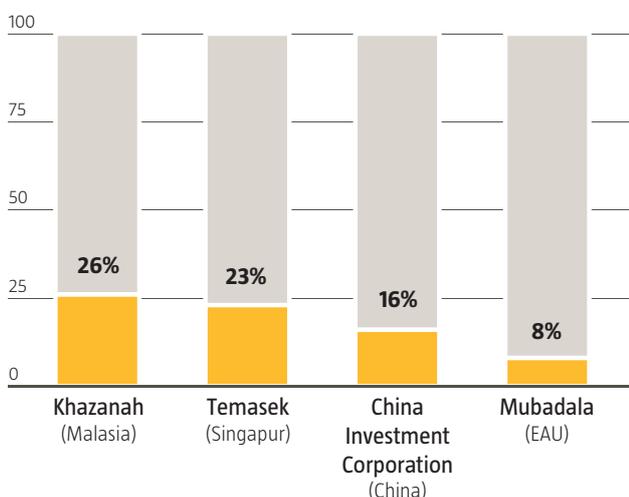
Los *sovereign venture funds* –fondos soberanos volcados en apostar por nuevas tecnologías e innovación, *startups* y *venture capital*– más activos están en el sudeste asiático, en concreto en Singapur y Malasia. Khazanah, el fondo soberano de Malasia, ha abierto una oficina internacional en 2014 en Palo Alto, algo inédito hasta la fecha, apostando claramente por sondear y buscar innovación. Este precursor está de hecho emulando otros, como el fondo soberano de Kazakstán, Samruk-Kazyna, quien en abril de 2015 mostró interés por establecer una filial en Silicon Valley (Samruk Innovation) iniciando para ello contactos con Stanford y Berkeley así como con *startups* emblemáticas como Tesla Motors.

<sup>6</sup> Ver Javier Santiso. 2013. The decade of the multilatinas (Cambridge University Press, 2013)

Gráfico 1

### Inversiones en Telecomunicaciones y Tecnología de los Sovereign Venture Funds (2015)

Porcentaje sobre el total de inversiones



Fuente: Últimos Informes anuales disponibles (2015, excepto Mubadala, de 2012).

En total, sólo en el año 2014 se han realizado unas 10 inversiones de tamaño significativo por parte de los fondos soberanos en *startups*, con una valoración de casi 1.500 millones de dólares. Los *sovereign venture funds* más activos han sido sin duda los de Singapur. GIC participó así en la ronda de más de 1.000 millones de la *startup* china Xiaomi, a finales del 2014, valorada ahora en 45.000 millones de dólares. Unos meses antes había desembarcado en la *startup* india de e-commerce Flipkart. Si acumulamos las inversiones de los 2 fondos soberanos de Singapur, GIC y Temasek, en *startups* a lo largo de los años 2013-2015 nos encontramos, según nuestras estimaciones, con unos de los más activos “*venture funds*” del planeta con 25 inversiones en *startups* tecnológicas por un valor de 3.300 millones de dólares.

El activismo de Temasek es particularmente llamativo. Con una cartera de 167.000 mil millones de dólares, Temasek no es sólo uno de los fondos soberanos más grandes, es también uno de los líderes *-market maker-* en la inversión en *startups* y fondos de *venture capital*. Lo que hace (o deja de hacer) no pasa inadvertido para el resto de inversores públicos, que tienden a mirar con detalle los movimientos estratégicos de este histórico y sofisticado fondo asiático.

Gráfico 2

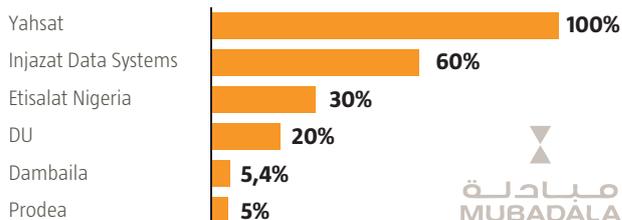
### Portafolio de compañías del sector TIC\* (2015)

Porcentaje de participación

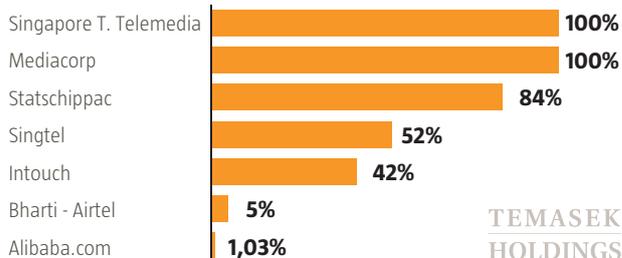
#### CIC



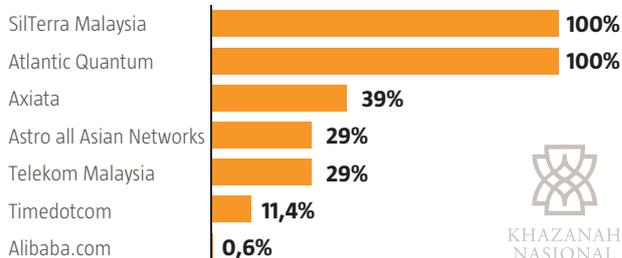
#### Mubadala



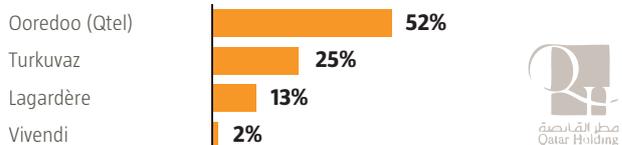
#### Temasek



#### Khazanah Nasional



#### Qatar Holding



\* Empresas del sector tecnológico, telecomunicaciones y medios

Fuente: Información corporativa de los Fondos Soberanos (2015).

## 8. Sovereign Venture Funds

En el Infográfico 1 hemos sintetizado las principales inversiones realizadas por el *sovereign venture fund* de Singapur: más de una docena, que abarcan verticales relativamente diversos desde el de la e-educación (la última inversión en 2015 en la china 17zuoye, participando en una ronda de 100 millones de dólares), al e-commerce (siendo la última en Lazada, una empresa del grupo alemán Rocket Internet, participando en una ronda de 250 millones de dólares), pasando por los medios y los viajes online. Los países también son diversos, con inversiones en *startups* americanas y europeas pero también chinas o indias e incluso telcos en América Latina. Temasek lideró la inversión de un total de 700 millones en la app de taxis china Didi Dache, una ronda cerrada en diciembre del 2014, junto con DST Global, el fondo del ruso Yuri Milner.

Recientemente, en junio de 2015, Temasek lideró una ronda de financiación de 40 millones de dólares en Hello, un fabricante de sensores para el sueño en conducción. La compañía, valorada en más de 250 millones de dólares, fue fundada por un prodigio británico de la tecnología de tan solo 23 años y alojado en San Francisco. La inversión llega en un tramo excepcionalmente bajo del ciclo habitual de inversión para un inversor institucional como Temasek y confirma, de hecho, el nivel de sofisticación que han alcanzado los *sovereign venture funds*.

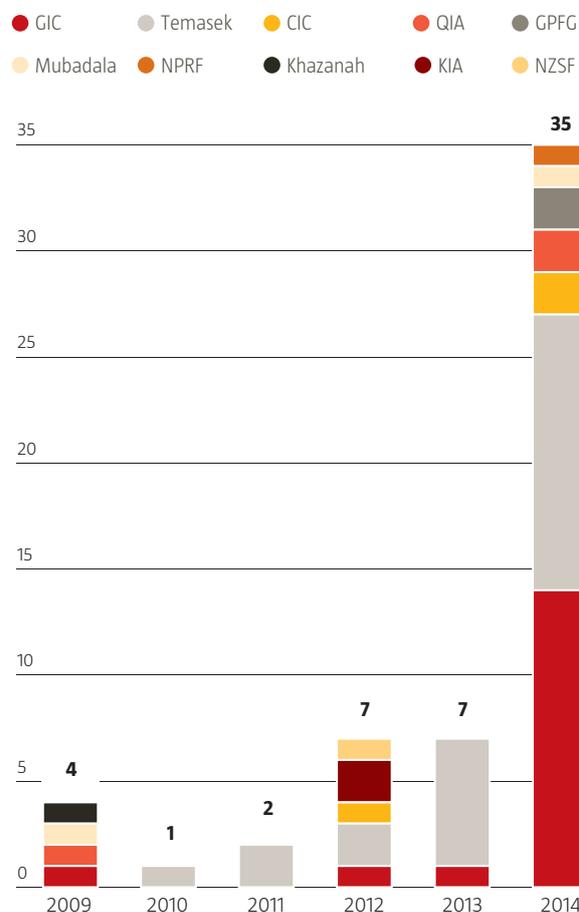
También resalta la dimensión estratégica de algunas inversiones, por ejemplo en las *startups* de sector financiero (*fintech*): Singapur aspira a convertirse en una de las principales plazas financieras a nivel mundial de ahí también sus inversiones en *startups fintech* como Markit y Funding Circle en Londres por montos equivalentes a 500 y 150 millones de dólares respectivamente. En abril del 2015 Temasek adquirió SVB India Finance por 48,1 millones de dólares, una empresa india que provee deuda a las *startups*, apoyadas por fondos de *venture capital*. Esta inversión sigue a la cerrada en diciembre del 2014 en otra *fintech*, Adyen, una *startup* tecnológica enfocada en sistemas de pagos. Participó en una ronda de 250 millones de dólares junto a fondos de *venture capital* como General Atlantic, Index Ventures y Felicis Ventures.

GIC, el otro fondo soberano de Singapur, tampoco se ha quedado inactivo. Ha participado así en una ronda de 200 millones de dólares en Square, una *startup fintech* de pagos, en 2014. El mismo año invertía e iParadigms, una *startup* americana en el sector educativo, participando en una ronda de financiación de más de 750 millones de dólares; también en la brasileña Lynx, la india Flipkart y la empresa china de seguridad en internet Cheetah Mobile. En total casi media docena de inversiones en un año, algo inédito, que suele ser el privilegio de los fondos puros de *venture capital*.

Gráfico 3

### Inversiones de Sovereign Venture Funds (2009-2014)

Número de inversiones



Fuente: Elaboración propia (2015).

Los fondos del sudeste asiático no son los únicos en invertir en *startups*. En 2011-2012, el sector telecom/media se había convertido en el segundo mayor foco de inversión de los fondos soberanos. Este sector es así el primero en términos de inversiones, en porcentaje sobre el total, para Khazanah (por el peso de la operadora telco), el segundo para Temasek y el tercero para la china CIC y el emiratí Mubadala. Como muestra el Gráfico 1, el sector telco y tech unidos tienen un peso del 26%, 24%, 16% y 8%, respectivamente, en sus carteras. Muchos de los fondos soberanos poseen efectivamente participaciones importantes en los operadores telcos locales, como Etisalat en el caso de Emiratos.

Tabla 1

Principales Inversiones de los fondos soberanos en *startups*

Fondo Soberano	Empresa	País	Año de Inversión	Monto de la inversión*	% de equity
Abu Dhabi Investment Authority - ADIA (Emiratos Árabes Unidos)	Spotify	Suecia	2015	N/A	N/A
Abu Dhabi Investment Corporation - ADIC (Emiratos Árabes Unidos)	Coupons	Estados Unidos	2014	N/A	N/A
Alaska Permanent Fund (Estados Unidos)	Juno	Estados Unidos	2013	120	N/A
China Investment Corporation - CIC (China)	Alibaba	China	2012	2000	5,60%
Korean Investment Corporation - KIC (Corea del Sur)	Tesla Motors	Estados Unidos	2013	N/A	N/A
Kuwait Investment Authority (filial Impulse) (Kuwait)	Tyba	España	2014	3,1 (1)	N/A
Khazanah (Malasia)	Alibaba	China	2013	400	0,6%
GIC (Singapur)	Netshoes	Brasil	2014	170 (1)	N/A
GIC (Singapur)	Cheetah Mobile	China	2014	N/A	13%(1)
GIC (Singapur)	iParadigms	Estados Unidos	2014	752 (1)	N/A
GIC (Singapur)	Lynx	Brasil	2014	N/A	N/A
GIC (Singapur)	FlipKart	India	2014	1 000 (1)	N/A
GIC (Singapur)	KKBOX	Taiwan	2014	100 (1)	N/A
GIC (Singapur)	Square	Estados Unidos	2014	200 (1)	N/A
GIC (Singapur)	Xiaomi	China	2014	1 000 (1)	N/A
Mubadala (Emiratos Árabes Unidos)	Prodea Systems	Estados Unidos	2010	N/A	5,0%
Mubadala (Emiratos Árabes Unidos)	Damballa	Estados Unidos	2011	N/A	5,4%
Qatar Holding (Catar)	Vente Privée	Francia	2014	N/A	N/A
Qatar Holding (Catar)	Uber	Estados Unidos	2014	1 200 (1)	N/A
Temasek (Singapur)	Alibaba	China	2012	37	1,03%(2)
Temasek (Singapur)	Evonik	Alemania	2013	600	4,5%
Temasek (Singapur)	Markit	Reino Unido	2013	500	10%
Temasek (Singapur)	Cloudeery	China	2013	110 (1)	N/A
Temasek (Singapur)	Celtrion	Corea del Sur	2013	N/A	10,50%
Temasek (Singapur)	Eros	India	2013	N/A	7,38%
Temasek (Singapur)	Tutor Group	China	2014	100 (1)	N/A
Temasek (Singapur)	Vancl	China	2014	100 (1)	N/A
Temasek (Singapur)	Yatra.com	India	2014	23 (1)	N/A
Temasek (Singapur)	GrabTaxi	Sudeste Asiático	2014	10	N/A
Temasek (Singapur)	Virgin Mobile	América Latina	2014	86 (1)	N/A
Temasek (Singapur)	Snapdeal	India	2014	100 (1)	N/A
Temasek (Singapur)	Didi Dache	China	2014	700 (1)	N/A
Temasek (Singapur)	Lazada	Alemania	2014	250 (1)	N/A
Temasek (Singapur)	Adyen	Países Bajos	2014	250 (1)	N/A
Temasek (Singapur)	Funding Circle	Reino Unido	2015	150 (1)	N/A
Temasek (Singapur)	17zuoye	China	2015	100 (1)	N/A
Temasek (Singapur)	SVB India Finance	India	2015	47	100%

(1) Varios participantes en la ronda de inversión.

(2) Equity en Noviembre 2014

N/A: No disponible

\* Millones de dólares

Fuente: Informes anuales de los fondos, 2015.

## 8. Sovereign Venture Funds

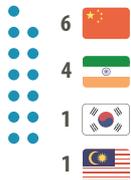
Infografía 4

Temasek:  
el market-maker de  
los sovereign venture fund

### EMPRESAS SEGÚN EL PAÍS DE ORIGEN

**19**  
TOTAL

**12**  
ASIA



**6**  
EUROPA



**1**  
AMÉRICA

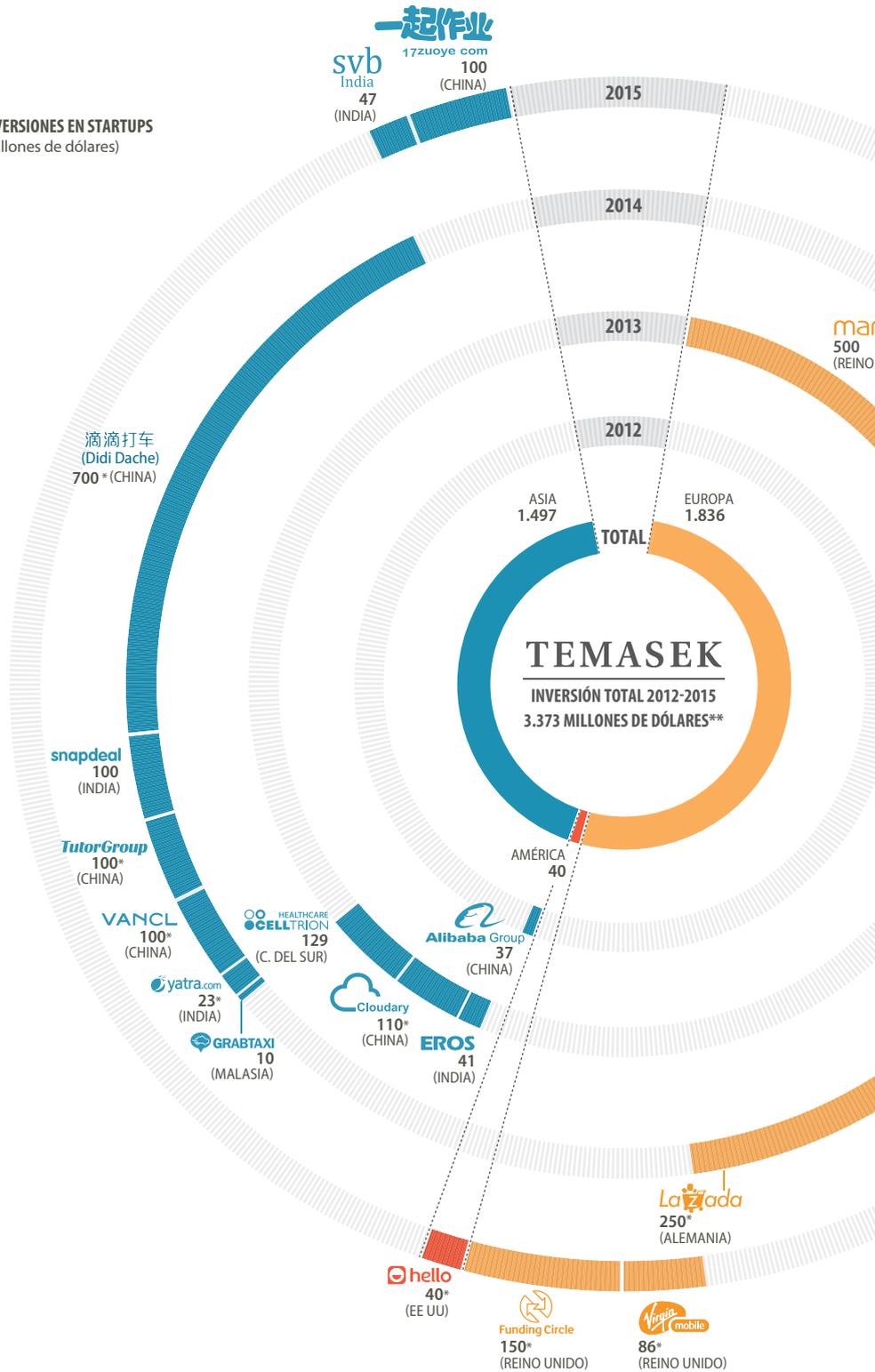


\* Varios participantes  
en la ronda de financiación

\*\* Estimación realizada sobre la base  
de las inversiones individuales llevadas  
a cabo por el fondo de inversión  
y las rondas lideradas por el mismo.

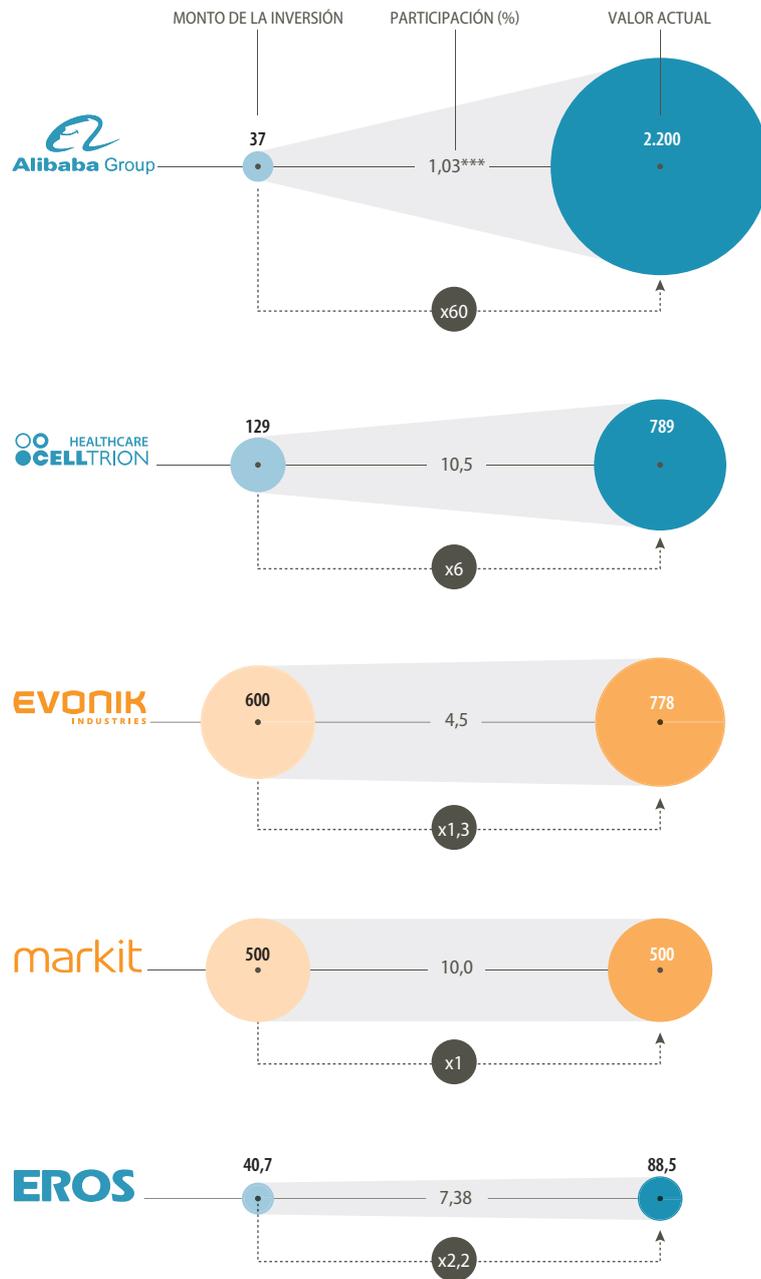
Fuente: Informes anuales de Temasek (2015).

### INVERSIONES EN STARTUPS (Millones de dólares)





**RENTABILIDAD DE LA OPERACIÓN**  
(Millones de dólares)



\*\*\* Participación en noviembre de 2014

## 8. Sovereign Venture Funds

Gráfico 4

### Unicornios: más allá de Silicon Valley (2015)

Número de unicornios: startups valoradas en más de 1.000 millones de dólares



Fuente: Atómico (2015).

Históricamente, Temasek ha sido el gran impulsor de Singtel, el operador de Singapur, y Khazanah el de Axiata, el operador de Malasia. Ambos han impulsado sus internacionalizaciones.

Por si fuera poco estos mismos grupos telcos han creado sus propios fondos de *venture capital* que invierten a su vez en más *startups*. SingTel tiene así, un fondo de *venture capital* de 160 millones que ha invertido en más de 25 *startups* en el mundo y tiene oficinas en Singapur, Shanghai y San Francisco. Además Temasek ha creado una filial especializada en *venture capital*, Vertex, que invierte directamente (lo ha hecho en más de 35 *startups*) y también en otros fondos de *venture capital*. En 2014 lanzó un fondo especial de 100 millones de dólares para invertir en *startups* de toda Asia.

A todo esto se suma ahora la furia inversora en todo tipo de *startups*. Desde Abu Dhabi, ADIC anunció en 2015 haber invertido en la *startup* sueca de *streaming* musical Spotify, que ha levantado una ronda de inversión de más de 400 millones de dólares catapultando su valoración hasta los 8.400 millones. En 2014, este mismo fondo invirtió en la *startup* americana Coupons, que comenzó a cotizar en marzo de ese mismo año. Por su parte Mubadala, otro fondo soberano emiratí, ostenta participaciones en las *startups* de ciberseguridad americana Damballa (5,4%), la multinacional americana de semi-conductores AMD (19,4%) y la *startup* también americana de servicios digitales Prodea Systems (5%).

Desde Catar, el fondo soberano Qatar Holding ha invertido en la *startup* californiana Uber, la app móvil de uso colaborativo de vehículos urbanos. Ha participado, junto al fondo de *venture capital* New Enterprise Associates, en una ronda total de 1.200 millones a finales del año 2014, que valora a Uber en más de 41.000 millones de dólares. Esta empresa reúne algo así como el *who's who* de los fondos de *venture capital* de California (Kleiner Perkins, Google Ventures, Menlo Ventures) y algunos de los gigantes mundiales de la gestión de activos (Fidelity Investments, Wellington Management, BlackRock Inc). Qatar Holding también ha invertido en BlackBerry, en noviembre de 2013 (200 millones de dólares) y en la francesa de internet Vente-privée en diciembre del 2014 (por un monto desconocido).

La tabla 1 sintetiza las principales inversiones de los *sovereign venture funds* en *startups*. Como vemos, son cada vez más los fondos soberanos que apuestan por este tipo de empresas y cada vez mayor el número de países en que invierten. Se están sumando los coreanos (KIC ya empezó invirtiendo en Tesla Motors en septiembre del 2013) y los fondos soberanos americanos (Alaska invirtió en 2013 en una *startup* americana de biotecnología). El mundo de la innovación y de la tecnología dejará cada vez más de estar centrado en Estados Unidos.

Podemos así vislumbrar tres tendencias en el futuro. La primera es que este auge inversor seguirá y cada vez veremos más fondos soberanos activos en el *venture capital* y los ecosistemas de *startups*, impulsando inversiones directas, inversiones en fondos de *venture capital* e incluso en aceleradoras de *startups*. En el Gráfico 3 hemos sintetizado el número de inversiones realizadas por los fondos soberanos a lo largo de los últimos 6 años, tras la crisis de 2007-2008, en los sectores de media, telecomunicaciones y nuevas tecnologías. Como podemos ver destacan los fondos de Singapur pero, y será la segunda observación, cada vez hay mayor número de *sovereign venture funds* en geografías diversas. Destaca la actividad de los fondos de Singapur, Temasek y GIC, por delante de los chinos (CIC), catariés (QIA) y kuwaitís (KIA).

La segunda es la consecuencia directa de la primera: el mundo de las *startups* no se quedará restringido a Estados Unidos. El nacimiento de *startups* unicornios en Europa y Asia, en particular, se ha convertido en una constante. Como muestra el Gráfico 4, los unicornios están surgiendo más allá de Palo Alto, Boston o Nueva York y lo hacen desde Londres, Estocolmo, Helsinki, Berlín o París e incluso Madrid y Barcelona. Los unicornios están también emergiendo desde India, China, Rusia o Corea y no tardaremos en ver algunos desde Brasil, Indonesia o Corea.

La tercera tendencia es que este auge representará oportunidades para los países que sepan posicionarse en este mundo 3.0. Quizás Europa encuentre aquí también su hueco a partir de un mayor interés por parte de los fondos soberanos por *startups* del continente. Como ya hemos visto, esto ya está ocurriendo, con inversiones de Temasek en *startups* inglesas, de Abu Dabi en la sueca Spotify o Catar en la francesa Vente-privée.

Como podemos visualizar en el Gráfico 5, Europa ya tiene una treintena de unicornios. Inglaterra es seguramente el país mejor posicionado, con una docena de unicornios creados. También se asoman Francia, Suecia y Alemania. A ellos se están sumando otros países como Austria, Dinamarca, Turquía e incluso España. No sorprenderás que países como Estonia, Portugal y Suiza logren alumbrar alguna compañía en este mundo mágico de las *startups* de elevada valoración. España ha logrado crear dos unicornios (Jazztel y Odigeo). También ha logrado atraer la atención de fondos soberanos: en 2014, una filial del Kuwait Investment Authority invirtió en la *startup* madrileña Tyba. Por su parte, Mubadala ha firmado acuerdos con Indra, Sener y Abengoa, empresas también con fuertes componentes de innovación y tecnología.

Gráfico 5

## El auge de la tecnología y las startups en Europa



Nota: Funding Circle, una startup británica de crowdsourcing y democratización de préstamos y créditos, es la última startup europea en convertirse en un unicornio tras recibir en Abril 2015 una inversión de 150 millones de dólares de Temasek, DST Global y Blackrock, elevando la estimación de su valor a 1 000 millones de dólares.

Fuente: Atómico (2015)

También veremos cambios en las estrategias inversoras de los *sovereign venture funds*. Hasta la fecha la estrategia de los fondos ha sido invertir en muchas ocasiones conjuntamente con fondos de *venture capital* que ellos mismos han financiado. Sin embargo, se están produciendo alianzas entre los fondos soberanos para invertir en *venture capital*. Abu Dhabi Investment Authority, Alberta Investment Management (Canadá) y New Zealand Superannuation Fund crearon en 2013 la *Innovation Alliance* para proveer de capital expansión a las *startups* presentadas tanto por fondos de *venture capital* en los que participan como en otras.

## 8. Sovereign Venture Funds

Igualmente veremos más *insourcing*, es decir más equipos internos haciendo inversiones directas. Pero también veremos más “plataformas” inversoras, un compromiso entre el *insourcing* total y el *outsourcing* total: combinar la fuerza inversora de los fondos soberanos con la fuerza operativa de industriales<sup>7</sup>. Este tipo de inversiones las encontramos por ejemplo con CEPSA, adquirida por el fondo IPIC, que ahora utiliza el operador español para desplegar inversiones internacionales. Recientemente Kuwait Investment Authority ha invertido en Gas Natural, en abril 2015, y pretende utilizar una filial conjunta como plataforma de expansión internacional (Global Power Generation) – en total ha invertido unos 550 millones de dólares por un 25%. Inversores de largo plazo están así re-intermediando, aliándose con operadores industriales que aportan el conocimiento y capacidad para escalar y acompañar las operaciones.

Igualmente no será sorprendente ver en el futuro a los fondos soberanos entrar en rondas de financiación anteriores a las tradicionales series D, E o F, en las que están entrando hasta la fecha (son las rondas que preceden a un *eventual exit*: salida a bolsa o adquisición por un competidor más grande). Temasek, es un buen ejemplo de esta entrada en rondas de inversión iniciales: ha invertido en 2014 montos relativamente “pequeños” en el segundo sitio de e-commerce chino, JD.com (17,2 millones de dólares) y otros 12,8 millones de dólares en la empresa china de ciber-seguridad Cheetah Mobile. Estas operaciones muestran el apetito inversor cada vez más precoz de los grandes fondos soberanos, que ahora ya compiten con los grandes fondos de *venture capital* en la búsqueda del rendimiento vinculado a las *startups*).

### Conclusión

Las apuestas de los fondos soberanos por las *startups* no se limitan a los mercados emergentes. Hemos subrayado cómo las agencias estatales americanas invierten en nuevas tecnologías. En Europa varios países tienen fondos de fondos para invertir en *venture capital*.

España, por ejemplo, ha lanzado FOND-ICO, impulsado por ICO y Axis, una iniciativa de 1.200 millones de euros que está alimentando (en parte) fondos de *venture capital* para nuevas tecnologías y biotech. Desde Irlanda, el fondo soberano Ireland’s Strategic Investment Fund, está buscando inversiones en el sector *fintech*, y en particular en plataformas de financiación *peer to peer*

(ocupando el papel intermediador de los bancos). Por su parte, el fondo soberano de Nueva Zelanda, con 22.000 millones de dólares, inició incursiones en el mundo tecnológico con una inversión de 60 millones en la *startup* de energías renovables LanzaTech (una *startup* en la cual ha invertido también Khosla Ventures, el fondo californiano, el brazo inversor de *venture capital* de Siemens y el Malaysian Life Sciences Capital Fund). Igualmente los fondos soberanos canadienses crearon en 2014 un fondo de *venture capital* de 300 millones de dólares (Northleaf Venture Catalyst Fund).

También estamos viendo colaboraciones estatales para invertir en *startups* o en fondos de *venture capital*. El gobierno irlandés y el gobierno chino crearon así un fondo soberano conjunto de *venture capital* de 100 millones de dólares para invertir en *startups* irlandesas y chinas. Suiza ha hecho lo mismo, también con China, creando el Sino-Swiss *venture capital* Fund, con sede en Beijing, e impulsado por el China Development Bank y el secretariado confederal suizo de asuntos económicos (SECO). El fondo de pensiones público canadiense Caisse de Dépôt et Placement du Québec –que gestiona 225.000 millones de dólares– puso en marcha un fondo para invertir en *startups* israelíes<sup>8</sup>.

En este sentido, son los países emergentes los que siguen liderando las iniciativas aumentando significativamente los fondos de fondos para potenciar todavía más el ecosistema de *venture capital*. En 2015, el gobierno de Taiwán, a través de su National Development Fund puso en marcha un nuevo fondo para invertir en Asia (AppWorks Fund II) dotado de 50 millones de dólares, junto a 8 corporaciones privadas, para invertir en *startups* de big data, aplicaciones móviles e internet de las cosas<sup>9</sup>.

La iniciativa más espectacular en volumen es sin duda la del gobierno chino: en 2015 anunció la creación de un fondo de *venture capital* gubernamental de 6.500 millones de dólares. Hoy en día, operan 83 fondos de *venture capital* en China con una capacidad de 6.700 millones de dólares, más que en toda Europa. A esta iniciativa podemos sumar muchas más. La más disruptiva quizás venga de un país que se está sumando a la ola: Líbano. En 2014, el Banco Central del Líbano arrancó una iniciativa que no tiene equivalente en el mundo: un banco central impulsando la creación de un ecosistema de *venture capital*. Básicamente el banquero de los banqueros lanzó una iniciativa (conocida como la C-331) que garantiza a los bancos comerciales locales las pérdidas si invierten en fondos de *venture capital* que a su vez apoyan *startups*

<sup>7</sup> Ver el artículo muy sintético sobre el concepto de “plataformas” inversoras de Ashby Monk: <http://www.institutionalinvestor.com/blogarticle/3443320/blog/direct-investing-with-a-twist.html#.VTuJ6FZDZEQ>

<sup>8</sup> El fondo es operado por el gestor Claridge y sería liderado desde Tel Aviv por Oded Tal, quien trabajó como chief investment officer para Claridge entre 2000 y 2008. Por parte de la Caisse el impulsor es Andreas Beroutos, el vicepresidente responsable de las inversiones en capital riesgo. Ver [http://www.asiaasset.com/news/La\\_CaisseD51302.aspx](http://www.asiaasset.com/news/La_CaisseD51302.aspx)

<sup>9</sup> El fondo lo maneja Jamie Lin, fundador del incubador local e inversor de AppWorks Ventures.

libanesas. En total, son más de 400 millones de dólares los que se han así movilizado. Además, se han establecido tres fondos de *venture capital* (con 55, 65 y 75 millones, respectivamente). Un cuarto fondo se está gestando por valor de entre 50 y 100 millones de dólares.

Mientras China lanza un mega fondo de fondos de *venture capital*, en Europa seguimos dándole vueltas. ¿Dónde están nuestros banqueros centrales audaces? La iniciativa del Gobernador del Banco Central del Líbano no tiene equivalente en Europa. Quizás toca aprender de los emergentes, en ambición y en visión. En

Europa, el Fondo Europeo de Inversiones, vinculado al Banco Central Europeo, sería lo más parecido a ambas iniciativas. Sin embargo cuesta imaginar un fondo de fondos europeo de 6.500 millones de euros para potenciar un mercado único digital de empresas de alto crecimiento que nos colocarían en la frontera emergente del mundo 3.0. Quizás toca de nuevo volver al espíritu de los primeros *venture capitalists* y emprendedores del continente, cuando un aventurero italiano y una reina castellana se juntaron para dar vida a lo que era tan solo un sueño: descubrir una nueva ruta que resultó ser un nuevo mundo. Quizás debamos (re) aprender de esa audacia no tan lejana.



# Los reyes del deporte rey: Fondos soberanos y fútbol

Javier Capapé  
Investigador en ESADEgeo, ESADE Business School e Investigador Asociado en The Fletcher School, Tufts University

## 9. Los reyes del deporte rey: Fondos soberanos y fútbol

El fútbol es el deporte rey. Lo practican más de 250 millones de personas, en más de 200 países. Nacido en Inglaterra en el siglo XIX, se trata del deporte más global. Sus eventos mundiales o regionales, nacionales o de clubes, despiertan la pasión de millones de aficionados en todo el mundo y convierten al fútbol en un negocio de dimensiones astronómicas: patrocinios, publicidad, estadios, giras, presencia online, televisiones, *merchandising*, fichajes millonarios, contratos televisivos, etc. Todo es a lo grande cuando se trata de Messi, Cristiano Ronaldo o Hazard y de la selección alemana, española o brasileña.

Entre los cinco eventos deportivos más seguidos por televisión se encuentran la FIFA World Cup, la UEFA Champions League y la FIFA Confederations Cup, superando al Tour de Francia o los Juegos Olímpicos. Con permiso de picos de audiencia espectaculares como el reciente combate de boxeo Pacquiao-Mayweather, las regatas de la Copa América, las espectaculares ediciones de la Super Bowl o las finales de críquet, beisbol, Wimbledon o la F1, el fútbol es el deporte global por excelencia.

### Los equipos deportivos: el fútbol europeo manda sobre el americano

El fútbol cuenta con algunos de los equipos más ricos del planeta. En la clasificación de los equipos deportivos más valiosos del planeta, que realiza Forbes, destaca el fútbol (tabla 1) encabezado por Real Madrid, FC Barcelona y Manchester United. Por su parte, Bayern de Munich y Arsenal también se cuelan entre los 20 equipos más valiosos del planeta<sup>1</sup>. Todos ellos rivalizan con equipos de fútbol americano (11), béisbol (3) y baloncesto (2), que copan el resto del ranking. Aprovechando la tracción global que generan, los clubes de fútbol superan a sus competidores americanos, que cuentan con un mercado doméstico fuerte pero un limitado seguimiento en el exterior. La nota diferenciadora la aporta Ferrari, el único equipo de F1 en el top-20 del listado que recoge Forbes y propiedad de Fiat-Chrysler; se espera que Fiat saque a bolsa un 10% de su participación en Ferrari a finales de 2015.

Las tendencias parecen claras, el FC Barcelona y el Bayern de

Munich ascienden 6 y 4 posiciones en el ranking, mientras que equipos de fútbol americano como los Washington Redskins ceden posiciones. Destaca la entrada fuerte realizada por los Boston Red Sox, coronado campeón de su tercera World Series en 2013, algo que no lograba desde 2007, que incrementó sus ingresos televisivos un 14%.

Además del valor de los equipos, existen otros estudios especializados en capturar los ingresos que generan estos gigantes. En concreto, Deloitte elabora su ya conocido Football Money League (Tabla 2). Por décimo año consecutivo y coincidiendo con la décima Copa de Europa, el Real Madrid, encabeza el ranking de ingresos del fútbol mundial. Los ingresos televisivos del club “merengue” superaron la temporada pasada los 200 millones de euros, estableciendo un nuevo récord para un equipo de fútbol.

En segundo lugar aparece el Manchester United quien cerró en 2014 la peor temporada de su historia acabando en séptimo lugar en la Premier League y dejando a los “Diablos Rojos” fuera de las competiciones europeas por primera vez desde 1990. Sin embargo, nuevos acuerdos como el cerrado con General Motors para portar la marca Chevrolet en la camiseta o el nuevo acuerdo firmado con Adidas que comenzará en 2015/16, catapultaron los ingresos comerciales hasta los 226 millones. En total, los ingresos del Manchester United aumentaron un 22% con respecto a la temporada anterior. Resulta interesante la estrategia que ha seguido el United estableciendo nuevos convenios con países emergentes como China, Corea del Sur o Nigeria.

El Bayern de Munich ocupa la tercera posición donde destaca el incremento experimentado en los ingresos por *merchandising*. La temporada pasada, el Bayern de Munich vendió 1,7 millones de camisetas (una cantidad superior a la suma de los demás equipos de la Bundesliga), renovó el acuerdo para seguir portando publicidad en su camiseta con Deutsche Telekom (4 años a razón de 30 millones de euros por temporada), y reforzó el patrocinio corporativo con Samsung y Henkel. El equipo de Baviera experimentó un incremento del 13% de sus ingresos totales.

<sup>1</sup> Con datos de Mayo de 2015, Forbes realizó una actualización del valor de los equipos de fútbol y en el listado del top 20 podrían entrar Manchester City y Chelsea. Sin embargo, no se han actualizado las valoraciones de equipos en otros deportes, por lo que no se incluyen en este listado fechado en 2014.

Tabla 1

## Los equipos deportivos más valiosos del planeta (Top-20)

2014	2013	Equipo	Deporte	Valor*	Propietario	Tipo
1	2	Real Madrid	Fútbol	3.44	N/A	Socios
2	8	FC Barcelona	Fútbol	3.20	N/A	Socios
3	1	Manchester United	Fútbol	2.81	Glazer	Familia
4	3	New York Yankees	Béisbol	2.50	Steinbrenner	Familia
5	4	Dallas Cowboys	Fútbol americano	2.30	Jerry Jones	Individual
6	6	Los Angeles Dodgers	Béisbol	2.00	Guggenheim Baseball	Empresa
7	11	Bayern Munich	Fútbol	1.85	N/A	Socios
8	7	New England Patriots	Fútbol americano	1.80	Robert Kraft	Individual
9	5	Washington Redskins	Fútbol americano	1.70	Daniel Snyder	Individual
10	9	New York Giants	Fútbol americano	1.55	John Mara & Steven Tisch	Individual
11		Boston Red Sox	Béisbol	1.50	John Henry & Thomas Werner	Individual
12	13	Houston Texans	Fútbol americano	1.45	Robert McNair	Individual
13		New York Knicks	Baloncesto	1.40	James L. Dolan	Individual**
14	12	New York Jets	Fútbol americano	1.38	Robert Wood Johnson	Individual
15		Los Angeles Lakers	Baloncesto	1.35	Buss	Familia
16	10	Arsenal	Fútbol	1.33	Stan Kroenke	Individual
17	14	Philadelphia Eagles	Fútbol americano	1.31	Jeffrey Lurie	Individual
18	16	Baltimore Ravens	Fútbol americano	1.23	Stephen Bisciotti	Individual
19		San Francisco 49ers	Fútbol americano	1.22	DeBartolo-York	Familia
20		Chicago Cubs	Béisbol	1.20	Ricketts	Familia
--	15	Ferrari	Fórmula 1	1.20	Fiat Chrysler	Empresa
--	19	Indianapolis Colts	Fútbol americano	1.20	Jim Irsay	Individual

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

\*Miles de millones de dólares.

\*\* A través de Madison Square Garden Company.

Destacan los incrementos de los equipos de la Premier (Manchester City, Chelsea, Arsenal o Liverpool) catapultados por los nuevos y sustanciosos acuerdos televisivos, que han llevado a record de ingresos a todos los equipos ingleses del ranking. Los equipos que reportan las mejoras más substanciales son Newcastle, Atlético de Madrid y Nápoles, con un crecimiento anual que supera el 40%. El club rojiblanco, que alcanzó el título liguero y el subcampeonato en la Champions, vio incrementar sus ingresos por televisión un 84% así como alcanzar los casi 50 millones de euros obtenidos de la UEFA, casi diez veces más que los ingresos obtenidos tras su

participación en la Europa League la temporada anterior. De manera similar, el Nápoles, entrenado por Rafa Benítez, obtuvo nuevos ingresos de la UEFA y televisivos tras su participación en la fase de grupos de la Champions y posterior participación en la Europa League. En el caso del Newcastle, como comentado, los nuevos acuerdos televisivos de la Premier League lideraron el crecimiento del 43% de ingresos totales. Los derechos televisivos suponen el 73% de los ingresos del club, que realizó una temporada—deportivamente—muy pobre.

## 9. Los reyes del deporte rey: Fondos soberanos y fútbol

Tabla 2

Los 20 equipos de fútbol con más ingresos del planeta

Equipo	2013/14	2012/13	Var. (%)	Día del partido	TV	Comercial	Asistencia media
Real Madrid	549.5	518.9	5.9%	113.8	204.2	231.5	70.739
Manchester United	518.0	423.8	22.2%	129.3	162.3	226.4	75.203
Bayern Munich	487.5	431.2	13.1%	88.0	107.7	291.8	71.131
FC Barcelona	484.6	482.6	0.4%	116.8	182.1	185.7	71.988
Paris Saint-Germain	474.2	398.8	18.9%	63.1	83.4	327.7	45.420
Manchester City	414.4	316.2	31.1%	56.8	159.3	198.3	47.166
Chelsea	387.9	303.4	27.9%	84.9	167.3	135.7	41.474
Arsenal	359.3	284.3	26.4%	119.8	147.3	92.2	60.014
Liverpool	305.9	240.6	27.1%	61.0	120.8	124.1	44.831
Juventus	279.4	272.4	2.6%	41.0	153.4	85.0	35.564
Borussia Dortmund	261.5	256.2	2.1%	56.1	81.5	123.9	79.856
AC Milan	249.7	263.5	-5.2%	24.9	122.7	102.1	39.317
Tottenham Hotspur	215.8	172.0	25.5%	52.5	113.3	50.0	35.899
Schalke 04	213.9	198.2	7.9%	41.1	68.5	104.3	61.269
Atlético de Madrid	169.9	120.0	41.6%	32.5	96.5	40.9	39.975
Napoli	164.8	116.4	41.6%	20.9	107.1	36.8	38.045
Internazionale	164.0	164.5	-0.3%	18.8	84.8	60.4	45.768
Galatasaray	161.9	157.0	3.1%	47.1	47.7	67.1	35.000
Everton	155.1	111.9	38.6%	31.0	93.5	30.6	50.688
Newcastle United	144.1	100.8	43.0%	23.1	105.8	15.2	37.732

Fuente: Elaboración propia con datos de Deloitte Football Money League (2015). Cifras en millones de euros salvo "Asistencia media" que muestra número de asistentes al estadio por partido.

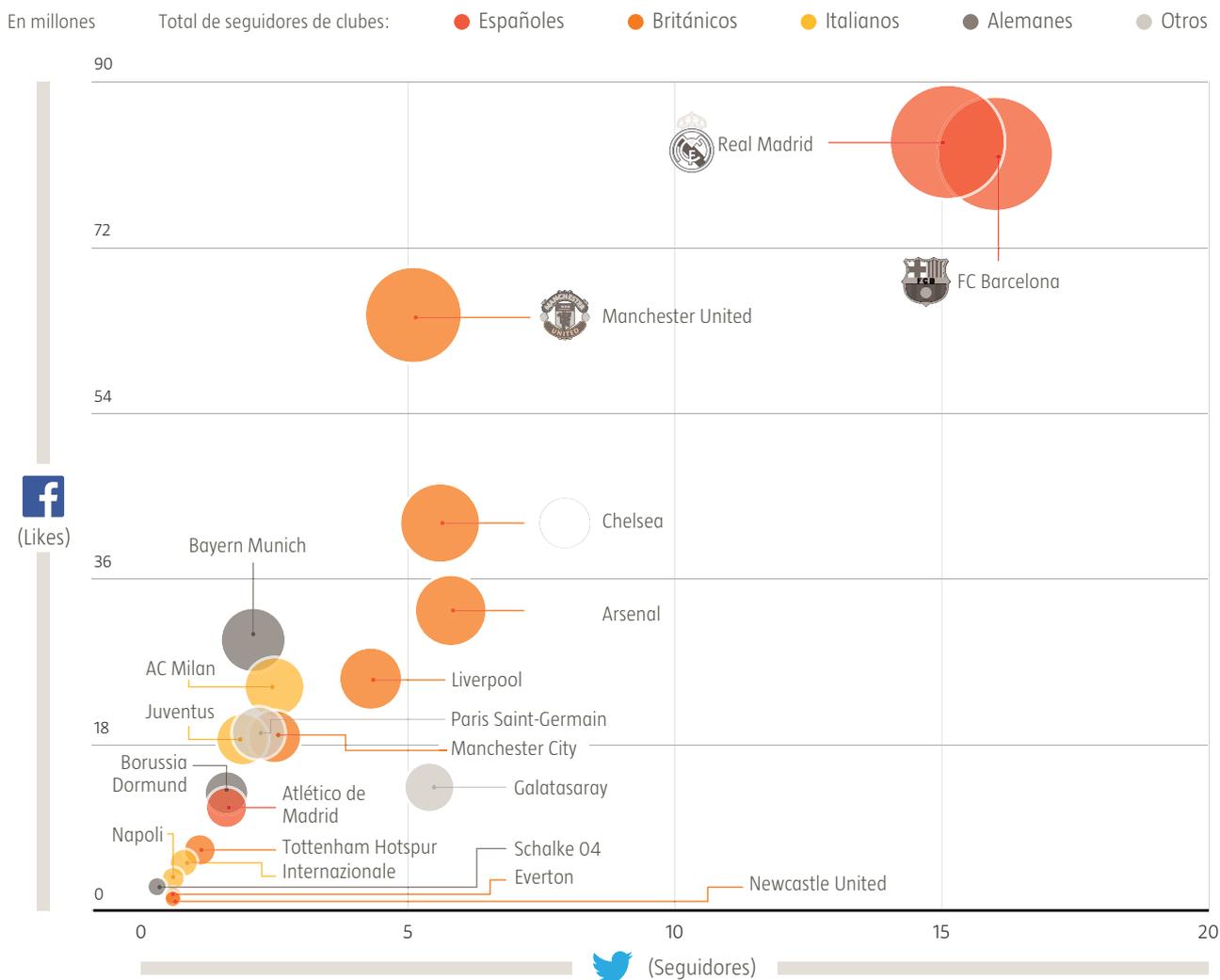
### El fútbol 2.0

La creación de una base sólida de fans a nivel mundial pasa por una estrategia firme y decidida de presencia en redes sociales. Esta lucha por adquirir un volumen mayor de fans a nivel mundial tiene un sentido muy claro: ingresos publicitarios, merchandising y mejores acuerdos televisivos. Además, mediante una certera estrategia, los clubes logran abrirse paso en mercados africanos y sobre todo en Medio Oriente y Asia, donde el potencial de nuevos acuerdos estratégicos y seguidores es fundamental. Por eso a nadie le ha de extrañar el esfuerzo que a veces hacen los equipos de fútbol europeos para celebrar "pretemporadas" y "partidos amistosos" lejos de sus campos de entrenamiento habitual. La relación virtual se ha de materializar en presencia física.

Así, el esfuerzo online, medido como la base de seguidores en Facebook o Twitter, ha sido claro en la mayoría de los clubes de fútbol en los últimos años. Equipos como el Atlético de Madrid (con un crecimiento del 512% en su base de seguidores en Facebook), el Paris Saint-Germain, Bayern de Munich o Schalke 04, se han puesto las pilas para lograr una presencia en redes sociales sólida. En cualquier caso, esta clasificación también está dominada con autoridad por los equipos de La Liga, Barça y Real Madrid, que cuentan con más de 80 millones de *likes* en Facebook y más de una quincena de millones de seguidores en Twitter (ver Gráfico 1). Pronto habrán alcanzado la cifra de los 100 millones y los mercados no dejan de abrirse en Asia, Estados Unidos, Medio Oriente o América Latina. Camisetas, acuerdos publicitarios, esponsorizaciones, derechos televisivos, van detrás de cada follower, detrás de cada like.

Gráfico 1

La presencia en redes sociales de los clubes más ricos del fútbol



Fuente: Elaboración propia con datos de Facebook y Twitter (Mayo 2015).

**Cuestión de parejas: FC Barcelona-Catar y Real Madrid-Emiratos Árabes Unidos.**

Tal y como han hecho con el arte (ver capítulo en este mismo Informe) o el mercado inmobiliario (analizado en varias ediciones anteriores del Informe), los fondos soberanos apuestan por los activos *prime*. Edificios de París, Londres, Nueva York o Boston; alianzas con el Louvre o el Guggenheim... En el caso del fútbol, hay

dos líderes *prime*; los dos son españoles, tienen rivalidad directa y los dos tienen ya una relación estrecha con fondos soberanos: se trata del Real Madrid y el FC Barcelona. Dos equipos que dominan el fútbol español, europeo y mundial. Han ganado las últimas dos ediciones de la Champions League y su impacto global es indiscutible. También en este ámbito la rivalidad está servida: el Madrid está próximo a EAU mientras que el Barça tiene lazos fuertes con los catariés.

## 9. Los reyes del deporte rey: Fondos soberanos y fútbol

El Real Madrid firmó en octubre de 2014 un acuerdo estratégico con IPIC. Este fondo soberano de Abu Dhabi, encargado de invertir en energía y de desarrollar proyectos propios como OMV o Cepsa, ahora propiedad al 100% de IPIC, es un brazo inversor sofisticado con participaciones en Energías de Portugal, Borealis (multinacional austríaca del polietileno), o la japonesa Cosmo Oil. Tal como mostramos el año pasado, la llegada de un inversor de largo plazo ha supuesto un salto sustancial en la internacionalización de Cepsa, abarcando nuevos territorios, desarrollando nuevas adquisiciones y alcanzando nuevas industrias del sector energético.

El acuerdo firmado con IPIC<sup>2</sup> tiene varias dimensiones: la primera es la internacionalización, tanto para la red de más de 350 escuelas de fútbol de la Fundación Real Madrid (ya presente en 70 países) como para acercar el Museo del Real Madrid a sus aficionados en más ciudades del mundo. Y una segunda referida a la reforma y patrocinio del estadio Santiago Bernabéu, que cambiaría su nombre por Abu Dhabi Bernabéu o Cepsa Bernabéu. La reforma, aún pendiente de resolución judicial, incluye la construcción de un hotel anejo, y está valorada en 450 millones de dólares, aunque las partes han acordado no revelar los detalles comerciales del acuerdo. Siguiendo la estela de patrocinios en Inglaterra como el Etihad Stadium (Manchester City) o Emirates Stadium (Arsenal FC), el Real Madrid podría embolsarse cerca de 25 millones de dólares por un futuro cambio de nombre.

A finales de 2014, el Real Madrid firmaba un acuerdo con el National Bank of Abu Dhabi (NBAD), el banco más importante de EAU, por el que éste se convierte en patrocinador oficial del Real Madrid en los Emiratos. Esta nueva alianza podría servir para retomar uno de los proyectos inmobiliarios más ambiciosos del presidente de la entidad blanca (que también preside una multinacional española de la construcción, ACS). Se trataría de la construcción de un "Real Madrid Resort Island" que incluiría hoteles, un parque temático, además de escuelas deportivas. De momento, no se ha avanzado sobre esta posibilidad que cuadraría bien con las partes.

Cabe esperar que el Real Madrid aproveche este músculo inversor estratégico para llevar a cabo este impulso internacional. Sin embargo, no se plantea de momento la toma de participación en el capital del Real Madrid que, como el caso del FC Barcelona, pertenece a sus socios y cuyos títulos no se intercambian en mercados secundarios. A propósito de esta posibilidad, se especuló con una posible salida a bolsa de parte del valor del Real Madrid en Nueva York, que hoy alcanza los 3.440 millones de dólares y la convierte en la institución deportiva más valiosa del mundo.

El mítico Paseo de la Castellana, dominado ahora por la Torre Norman Foster, donde tiene su sede mundial Cepsa, es una buena muestra del aterrizaje del emirato en la capital de España, que ahora puede ampliar su presencia internacional uniendo su marca a la del Real Madrid, pasando de un negocio energético a la energía y pasión que despierta el fútbol, ligado a los cuantiosos beneficios económicos que reportan.

La rivalidad se repite en el caso del FC Barcelona, más allá del aspecto deportivo. El club blaugrana se aupaba este año a lo más alto del fútbol europeo y doméstico, con el segundo triplete de su historia: Champions League, Liga y Copa del Rey. El Barça, financieramente, se encuentra ligado a Catar. Con anterioridad a su rival blanco, el FC Barcelona inició conversaciones con la familia real catari y encontró en la jequesa Moza bint Nasser un partner con quien desarrollar lazos de patrocinio.

El Barça, fundado en 1899, había rechazado publicidad en su camiseta durante 107 años. En el año 2006 firmó un acuerdo con UNICEF para portar su logo, aportando 1,5 millones de euros por temporada al organismo de Naciones Unidas dedicado a la infancia. Cinco años más tarde, en 2011, en una delicada situación financiera, el FC Barcelona aceptó, por primera vez en su centenaria historia, publicidad en su camiseta. Firmó un acuerdo a cinco años con Catar Foundation: 30 millones de euros por temporada a unas arcas necesitadas de liquidez. Con polémica, el logo de Unicef se mantuvo pero redujo su visibilidad y pasó a situarse debajo del dorsal en la espalda de las camisetas blaugranas.

Catar, que todavía hoy pelea por hacerse con la Copa del Mundo de 2022 en medio del reciente escándalo FIFA, había elegido bien su emblema para aterrizar en Europa. El Barça es uno de los clubes más importantes del continente y su aclamado entrenador, Pep Guardiola, que ya jugó dos temporadas en Catar, se convertiría en el embajador de la candidatura de la Copa del Mundo de Catar en 2010. Como muestra de la habitual compleja red de holdings que manejan los fondos de Medio Oriente, Catar decidió en 2013 sustituir el logo de Qatar Foundation por Qatar Airways, que ahora luce en la parte frontal de la camiseta, manteniendo las mismas condiciones económicas por tres años y añadiendo el factor estratégico que supone para la aerolínea el mercado turístico español. No sería de extrañar que las condiciones de dicho acuerdo mejorasen para el club en los próximos meses. Qatar Airways es una empresa estatal, propiedad al 100% de Qatar Investment Authority.

<sup>2</sup> Más info en la nota de prensa: [http://www.ipic.ae/media/119780/IPIC-Real-Press-Release\\_span.pdf](http://www.ipic.ae/media/119780/IPIC-Real-Press-Release_span.pdf)

Como en el caso de Madrid, también Barcelona cuenta con uno de sus nuevos iconos en manos de capital árabe. Catar adquirió el Hotel W, también conocido como “La Vela”, por 200 millones de euros en la playa de Barcelona, ciudad que ya cuenta con otras inversiones cataríes<sup>3</sup>, y que sirve de enlace para unir las ambiciones de Catar para posicionarse estratégicamente con la solvencia de una marca consolidada, también en el aspecto deportivo.

### ¿Quiénes mandan en el patrocinio del fútbol europeo?

Los patrocinios deportivos están aterrizando en Europa con fuerza desde hace una década. Hoy en día, el mercado mueve globalmente unos 40.000 millones de dólares. De los cuales, Europa supone unos 11.000 millones, un 27% del total, por delante de Asia Pacífico (24%)<sup>4</sup> pero aún muy detrás del mercado norteamericano que alcanza los 21.400 millones.

Tabla 3

Los mayores acuerdos de patrocinio del fútbol: los fondos soberanos al contraataque

Equipo	Equipación	\$/año	Publicidad camiseta	\$/año	Patrocinio estadio	\$/año	Total
Tottenham Hotspur	Under Armour	15	AIA	24			39
Paris Saint-Germain	Nike	22	Emirates	28			50
Liverpool	Warrior	38	Standard Chartered	30			68
Real Madrid	Adidas	36	Emirates	34	IPIC (1)	25	70 (95)
Bayern Munich	Adidas (2)	28	Deutsche Telekom	34	Allianz	9	71
Manchester City	Nike	18	Etihad Airways (3)	61			79
Arsenal	Puma	34	Emirates (4)	46			80
FC Barcelona	Nike	39	Qatar Sports Investments Intel (3)	36 5			80
Chelsea	Adidas	44	Yokohama Rubber (6)	68			112
Manchester United	Adidas	115	Chevrolet (GM)	80	Aon	24	219

Fuente: Elaboración propia con información de las páginas web de los patrocinadores y equipos. La tabla actualiza la información de Forbes “Soccer’s richest sponsorship deals” disponible en <http://www.forbes.com/sites/chris-smith/2015/05/06/soccers-richest-sponsorship-deals/>

- (1) El Santiago Bernabéu se rebautizará como Cepsa o IPIC Bernabéu. Todavía pendiente de aprobación: utilizamos un dato aproximado siguiendo las cifras de Aon en el Manchester United.
- (2) El Bayern de Munich ha cerrado un acuerdo con Adidas por el que éste desembolsará 90 millones de euros (101 millones de dólares) por temporada, desde 2020 hasta 2030. Multiplica casi por cuatro el contrato actual en 28 millones de dólares.
- (3) Acuerdo a diez años que incluye la publicidad en la camiseta, el estadio y las categorías inferiores.
- (4) Acuerdo a cinco años de la publicidad en la camiseta y derechos de nombre en el estadio.
- (5) Intel publicita su logo en la parte interior de la camiseta, invisible para un tercero. Juega con la idea de Intel Inside (dentro) y representa una parte del acuerdo global que Intel tiene con el Club para hacer del FC Barcelona el equipo de fútbol tecnológicamente más avanzado del planeta.
- (6) Yokohama Rubber es un gran fabricante japonés de neumáticos. Ya tiene experiencia en patrocinios deportivos (Boston Celtics o San Antonio Spurs).

La Tabla 3 muestra algunas tendencias y cifras muy reveladoras. Si comenzamos analizando la marca de las equipaciones, observamos la encarnizada lucha que mantienen Adidas y Nike por vestir a los mejores jugadores del planeta. Sin embargo, en el último año, la multinacional alemana ha desbancado a su competidor americano: la camiseta de dos clubes históricos y con gran tracción comercial como el Manchester United y el equipo favorito de la región bávara, el Bayern de Munich, serán de Adidas los próximos diez/quince

años. Adidas ha realizado un esfuerzo comercial sin precedentes: arrebató por 1.160 millones de dólares la camiseta del United a Nike y renueva por otros diez años y 1.000 millones de dólares la camiseta del club münichés. Más de 2.000 millones de inversión publicitaria en dos equipos que han quedado lejos de sus mejores registros en la temporada 2014/15. El momento para la multinacional alemana es histórico: los dos equipos que disputaron la final del Mundial de Brasil en 2014 (Argentina y Alemania)

<sup>3</sup> Compró en enero de 2014 el Hotel Marriot Renaissance por 80 millones de euros. Ver Informe de 2014.

<sup>4</sup> Ver los informes de IEG y el análisis disponible: <http://www.sponsorship.com/IEGSR/2015/01/06/New-Year-To-Be-One-Of-Growth-And-Challenges-for-Sp.aspx>

## 9. Los reyes del deporte rey: Fondos soberanos y fútbol

portaron equipaciones Adidas. El contragolpe de Nike se puede producir en 2018 cuando Adidas debe renovar su acuerdo con el Real Madrid y se espera que los gigantes americanos pongan toda la carne en el asador para arrebatarse el patrocinio.

El análisis de la Tabla 3 muestra los desembolsos llevados a cabo para lucir publicidad en la camiseta y los patrocinios alcanzados para incorporar marcas comerciales al nombre de los estadios. Dado el alcance publicitario y el posicionamiento privilegiado que significa unir los colores de un club de fútbol a una marca, no sorprende encontrar compañías propiedad de los gobiernos y fondos soberanos del Golfo entre los principales acuerdos de patrocinio del fútbol europeo. Así lo demuestran Emirates, Etihad y Qatar Airways, tres aerolíneas que conectan el mundo y, cada vez más, Europa, con tres de las ciudades más dinámicas de la región: Dubái y Abu Dhabi en Emiratos Árabes Unidos y Doha en Catar; con permiso de Kuwait City y al margen de las ciudades de Arabia Saudí.

¿Por qué invierte un fondo soberano en fútbol, por qué patrocina eventos y clubes deportivos? Existen varios motivos por los que estas aerolíneas, algunas solamente ligadas y otras propiedad de los fondos soberanos de la región, están desarrollando esta estrategia agresiva de inversión publicitaria en el fútbol europeo. En primer lugar, estos patrocinios permiten proyectar la imagen e identidad del país en nuevos mercados, cuyos ciudadanos (potenciales clientes) pueden tener una imagen vaga o confusa, cuando no completamente equivocada. En segundo lugar corresponde a un interés económico que permite establecer nuevas conexiones aéreas (en la mayor parte de los casos hasta la fecha) entre el país-ciudad de destino y las ciudades del Golfo. Además, esta vinculación puede generar un efecto derrame hacia otros sectores de actividad en el país del equipo que recibe el patrocinio. Esto se encuentra ligado a un tercer motivo, las relaciones que se pueden establecer alrededor de un equipo de fútbol son de interés: relaciones personales que llevan a establecer vínculos de largo plazo. Algo que los inversores árabes, en particular, valoran de manera prioritaria. Así, los gestores de estos fondos (que viajan puntual o regularmente a Europa para asistir a los partidos) pueden entablar relaciones duraderas con la clase empresarial, política y social de las ciudades y países cuyos equipos patrocinan. La diplomacia haciendo fútbol de salón<sup>5</sup>.

Si analizamos la inversión de cada uno de los tres países en el top 10 comercial del fútbol europeo, encontramos que Dubái, a través de Emirates (fundada en 1985), propiedad al 100% de Investment Corporation of Dubai, el fondo soberano, invierte en el fútbol europeo 108 millones de dólares cada año repartidos entre Francia, Reino Unido y España (y otros países no incluidos en el Top 10 como veremos más adelante). Por su parte, el gobierno de Abu Dhabi, a través de la aerolínea más joven, Etihad Airways, fundada por decreto real en 2003 (con una vinculación indirecta pero fuerte con los fondos soberanos del Emirato), invierte 61 millones al año en Reino Unido vinculando su marca al Manchester City; además, IPIC (que sí opera como un fondo soberano activo), también en Abu Dhabi, ha firmado un acuerdo con el Real Madrid como socio estratégico y se espera que su inversión en la renovación y cambio de denominación del estadio pueda alcanzar los 25 millones anuales, por lo que la cifra ascendería a los 86 millones por año. En el caso de Catar, la compañía estatal Qatar Airways (establecida en 1993 y propiedad al 100% del fondo soberano QIA, como mencionamos antes) dedica 36 millones de dólares, aunque se especula con una renovación al alza de su patrocinio del Barça y podría entrar a negociar los derechos sobre el nombre del estadio. En total, por tanto, el gasto publicitario en el top 10 de estas compañías ligadas al nuevo capitalismo de estado del Golfo, representa un gasto anual de 205 millones de dólares que podrían ascender hasta los 230 millones si se confirma el patrocinio del Bernabéu.

Los países del Golfo realizan un considerable esfuerzo estratégico por mostrar una imagen de país distinta, cercana a la población (aunque en este caso concreto del fútbol, a veces puede dividir y, por tanto, arriesgar la inversión), en destinos de inversión tan importantes como Reino Unido, Alemania, Francia o España. Se trata de estrategias ejecutadas entre diversos brazos públicos al servicio de un interés nacional más amplio: empresas estatales (SOEs, por sus siglas en inglés), fondos soberanos (SWFs) y otros vehículos de inversión públicos, se coordinan para lograr un objetivo común: un posicionamiento internacional, el reconocimiento amable de una marca país. Esta legitimidad conseguida también con sus pares financieros (fondos de pensiones, gestores de activos, banca de inversión), permite a los gobiernos apuntalar las inversiones ya existentes en sectores más estratégicos (infraestructuras o energía) y facilitar las inversiones futuras. Esta "normalidad" que supone la presencia de financiación (vía patrocinios o inversión en equity) de capital árabe en un deporte tan relevante en Europa, muestra los avances que han hecho los fondos soberanos y sus gobiernos por asegurar inversiones con un motivo financiero (que no excluye el motivo geopolítico antes mencionado) y alejar los miedos que acorralaron a los gobiernos europeos en los años previos a la crisis de 2008.

<sup>5</sup> En el Informe de 2012 ya hablábamos de esta nueva diplomacia y de una posible estrategia para España como receptora de inversión. Desde entonces, los patrocinios y acuerdos no han hecho más que confirmar la eficacia de esta diplomacia del fútbol.

El fútbol es hoy en día un paso más del cambio de paradigma que muestra un acercamiento entre el nuevo capitalismo de estado representado en los países del Golfo y el viejo capitalismo occidental<sup>6</sup>. Esta conexión está bien representada en el accionariado de Heathrow, el mayor aeropuerto de Europa. Heathrow Airport Holdings (antes conocida como BAA) es propiedad de FGP Topco Ltd. cuyo accionariado se reparte entre Ferrovial S.A. (25%), Qatar Holding LLC (20%), Caisse de dépôt et placement du Québec (13%), Government of Singapore Investment Corporation (11%), Alinda Capital Partners (11%), China Investment Corporation (10%) y el Universities Superannuation Scheme (USS) (10%). Es decir, un 41% del gestor aeroportuario más estratégico de Europa está en manos de fondos soberanos. Si añadimos la participación del fondo de pensiones público de Québec, supera el 54%. Esta realidad, muestra claramente cómo los fondos soberanos han superado desde la crisis de 2008 la sombra de incertidumbre y recelo y son hoy inversores globales en activos neurálgicos de muchos países OCDE.

El caso catari muestra bien las ventajas que comporta la coordinación de varios instrumentos públicos al servicio de un mismo objetivo. Qatar Holding, brazo inversor de QIA, es el segundo máximo accionista de Heathrow y esto llevó a British Airways a facilitar la entrada de Qatar Airways en la alianza Oneworld, en 2013. Bajo la misma lógica, Catar se convertía en enero de 2015 en el mayor accionista de IAG, el holding que controla British Airways e Iberia. Esta inversión valorada en 1.700 millones, permite asegurar futuras conexiones con América Latina, además de fortalecer su posición en Heathrow, donde la capacidad del aeropuerto para acoger más aerolíneas es limitada. Y sobre todo, se posiciona con fuerza en las conexiones cada vez más frecuentes entre Londres y Asia, donde Medio Oriente ejerce como hub de excelencia. No sorprende que el CEO de Qatar Airways, que conserva una relación personal con su homólogo en IAG (el irlandés Willie Walsh<sup>7</sup>), haya dirigido la ampliación del Hamad International Airport en Doha, valorada en 15.000 millones de dólares. La lógica parece clara: el futuro está en Asia, y los europeos pasan por Medio Oriente en su camino al Este.

### Emirates es el rey del fútbol europeo (Dubái)

Desde Dubai, Emirates patrocina otros equipos de fútbol europeo con acuerdos “no tan sustanciosos” pero millonarios como los que figuran en la Tabla 3. Así, está presente en el Milán AC, desembolsando 22,5 millones de dólares por temporada hasta 2020: al tiempo que comenzaba viajes directos entre Dubai y Milán con su Airbus A380<sup>8</sup>. Mantiene el patrocinio en el Hamburgo alemán (13 millones hasta 2016) y el Olympiacos griego. En 2015 añade al Benfica portugués (9 millones de dólares al año hasta 2018, el mayor patrocinio del fútbol luso), además de planear la ampliación de las conexiones aéreas diarias entre Lisboa y Dubai. También en 2015, Emirates cerraba el acuerdo para patrocinar durante tres años la FA Cup inglesa que pasará a denominarse Emirates FA Cup a razón de 15 millones de dólares anuales, superando la oferta de Budweiser. En suma, Emirates dedicará cada año al fútbol europeo 167 millones de dólares. La diplomacia del fútbol en plena efervescencia. Conexiones reforzadas con Atenas, Lisboa, Milán... hacen de Emirates un estrategia agresivo y sofisticado para pelear con sus competidores en la lucha por el hub que conecta Europa con Asia.

Emirates es el jeque del fútbol europeo pero sus patrocinios de eventos deportivos van más allá del fútbol. Utiliza el cricket (patrocina a los más importantes equipos de la India, donde el cricket es deporte nacional) para conectar Dubai con hasta 10 ciudades indias distintas. El rugby, las carreras de caballos, el tenis o el golf. En 2013 firmaba un acuerdo con Formula One Group para patrocinar durante cinco años la F1. Circuitos históricos como Silverstone, Monza o Sao Paulo tienen una presencia prioritaria de Fly Emirates.

### Fútbol europeo y “fútbol americano” (Abu Dhabi)

Abu Dhabi y, concretamente, Etihad, se encuentran estrechamente ligados al Manchester City. El jeque Mansour Bin Zayed al Nahyan— jeque Mansour—es el principal accionista del equipo de Manchester desde 2008, cuando adquirió el 90 por ciento de las acciones por 373 millones de dólares. Otro miembro de la familia real, el jeque Hamed bin Zayed al Nahyan, preside Etihad y dirige el mayor fondo soberano de la región y segundo del mundo: Abu Dhabi Investment Authority. Etihad parece estar siguiendo una estrategia algo distinta: aprovecha su presencia en la Premier League inglesa a través del Manchester City para apostar por el fútbol en EE.UU. Así, desde 2014, Etihad es patrocinador de la

<sup>6</sup> Ver un análisis más detallado sobre este nuevo capitalismo de estado y fondos soberanos en el artículo Aguilera, R.; Capapé, J.; Santiso, J. 2015. Sovereign Wealth Funds: A Strategic Governance View. *Academy of Management Perspectives* (forthcoming). Disponible en: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2612813](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2612813)

<sup>7</sup> Ver <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-01-30/british-airways-parent-iag-says-qatar-airways-buys-9-99-stake>

<sup>8</sup> Más información en <http://www.espnfc.com/ac-milan/story/2174912/emirates-airline-renews-ac-milan-shirt-deal>

# 9. Los reyes del deporte rey: Fondos soberanos y fútbol

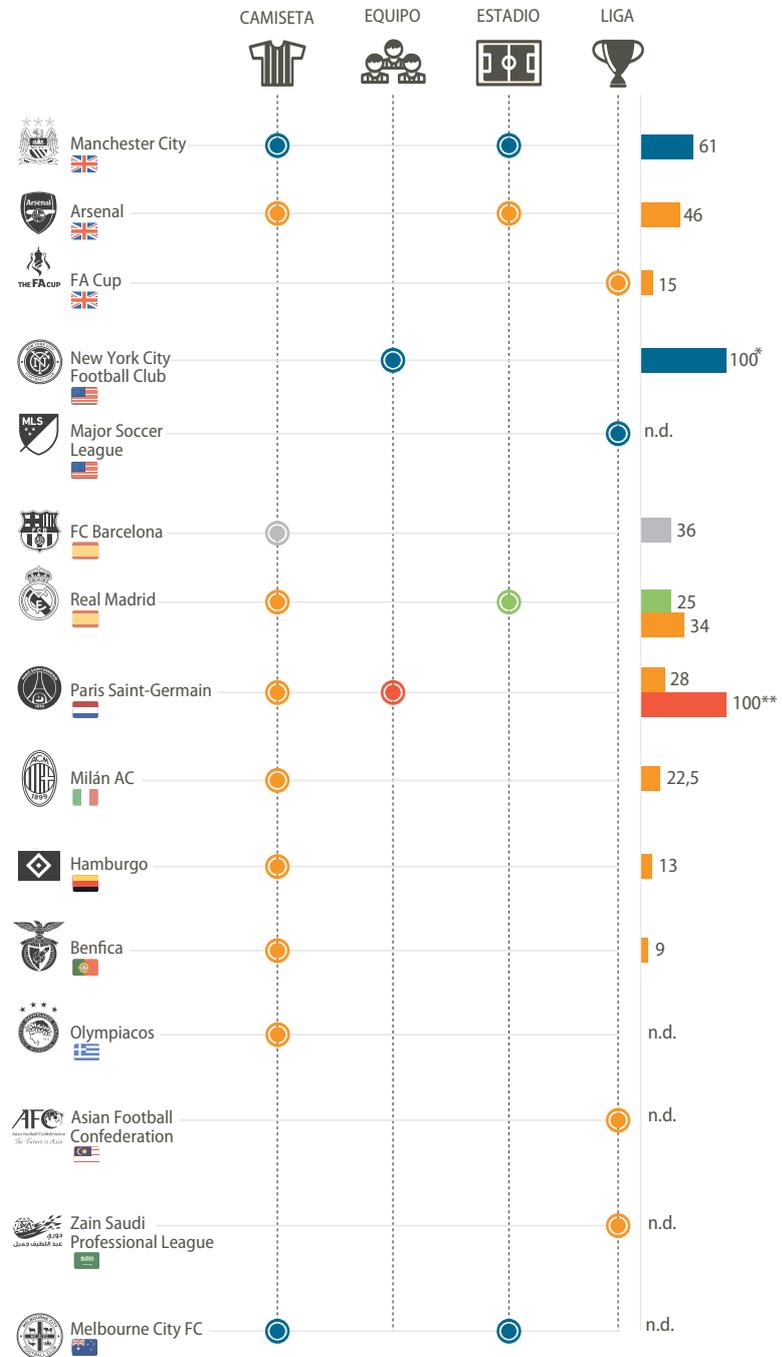
Infografía 5

## Los fondos soberanos dominan el mundo del fútbol

TOTAL **489,5**  
 Patrocinio anual 289,5  
 Inversiones 200,0



### PATROCINIO E INVERSIONES DE LOS FONDOS SOBERANOS EN EL FÚTBOL (millones de dólares)



\* Coste de la franquicia en la MLS.  
 \*\* Compra del 70% del PSG.

Fuente: Elaboración propia (2015).

Major League Soccer (MLS) americana<sup>9</sup>. Además, la MLS ya cuenta con el New York City FC, participado por el Manchester City y el mítico equipo de béisbol New York Yankees. Después de pagar los 100 millones de dólares que exige la MLS para añadir una nueva franquicia a la Liga, el NYC FC se convirtió en el vigésimo equipo de la MLS. ¿Por qué Estados Unidos? Etihad quiere exposición y en EE.UU. el fútbol es un deporte en claro ascenso donde el número de aficionados y la presencia en medios crece de año en año: el Mundial fue visto por 17 millones en 2006, creció un 50% hasta los 24,3 millones en 2010 y volvió a crecer un 20% hasta los 29,2 millones de espectadores en 2014<sup>10</sup>. El *soccer* está logrando mayor popularidad a través de fichajes de leyendas de las competiciones europeas como Steven Gerrard, Kaka, Raúl, Frank Lampard o David Villa y antes David Beckham y Thierry Henry. La MLS se ha propuesto estar entre las 10 ligas de fútbol más importantes en 2022 y los países del Golfo no van a perder ocasión de sumarse a este carro. Además del fútbol en EE.UU., Etihad patrocina al Melbourne City FC, ciudad a la que, sin sorpresa, Etihad vuela diariamente desde Abu Dhabi y donde cuenta con el multiusos Etihad Stadium.

Como en el caso de Emirates, Etihad también invierte en otros deportes. Concretamente, el cricket, es uno de los polos de patrocinio que Etihad está impulsando. Así, es la aerolínea oficial del equipo nacional inglés. También, y con un carácter más estratégico, comparte patrocinio con Jet Airways en el Mumbai Indians, que cuenta con una base de seguidores muy extensa (más de un millón de seguidores en Twitter) y se convirtió en equipo ganador de la Pepsi Indian Premier League (la liga nacional de clubes de cricket en la India). Este acuerdo une la dimensión publicitaria de los Mumbai Indians con la participación minoritaria (24%) en el accionariado de Jet Airways, con sede en Mumbai. La alianza con esta aerolínea india permite unir fuerzas y desplegar una oferta de vuelos mucho mayor entre Abu Dhabi y ciudades de la India (en la actualidad más de 15 ciudades conectan directamente) y reducir el gap con la oferta de Emirates desde Dubai. Además del cricket, Etihad da nombre al circuito Etihad Airways Abu Dhabi Grand Prix de Fórmula 1, que incluye un parque temático de Ferrari. Patrocina la liga de hurling irlandés así como eventos de triathlon en Washington. El listado es interminable pero destaca como remate final el hecho de que Etihad ha patrocinado recientemente la Ópera de Sydney, el icono turístico por excelencia en Australia, de cuya orquesta, por cierto, es aerolínea oficial su competidor Emirates. La guerra entre ambas no conoce límite, tampoco geográfico.

## Una apuesta estratégica por el fútbol con el Mundial en el horizonte (Catar)

Catar no se queda descolgado, como hemos visto. Además del patrocinio del FC Barcelona a través de Qatar Airways, está presente en el capital del principal equipo de la Ligue 1 de Francia, el Paris Saint-Germain. En 2011, Qatar Sports Investments, una empresa de capital privado ligada a la familia real catari (Al-Thani), en manos de Nasser Ghanim Al-Khelaifi, compró el 70% del club galo por unos 70 millones de euros. No fue un suceso aislado, en las mismas fechas, Al-Jazeera (propiedad del mismo presidente de QSI) se hacía con derechos de retransmisión de la Ligue 1 y la UEFA, presidida por el francés Michel Platini, comenzaba a expresar su apoyo por la candidatura de Catar para el Mundial de 2022<sup>11</sup>. Desde la llegada del capital catari, los fichajes de grandes estrellas no han dejado de llegar al club parisino: Cavani, David Luiz, Pastore, Thiago Silva, Ibrahimovic, Lavezzi... el equipo galo ha gastado más de 450 millones de dólares en fichajes desde 2011. Y los resultados no tardaron en llegar, ha sido campeón en tres ocasiones de la Ligue 1 (tras una sequía que se remontaba a 1994), dos veces de la Copa francesa y ha llegado hasta los cuartos de final de la Champions League, también en dos ocasiones.

La apuesta catari, responde a una estrategia bien integrada. Además de la amistad que une a la familia real con Nicolas Sarkozy, no sorprende que la embajada de Catar en París tenga una ubicación tan exquisita como emblemática, frente al Arco del Triunfo en plenos Campos Elíseos.

Catar, inmerso en la promoción del Mundial 2022 (hoy más en entredicho que nunca), inició una estrategia ligada al fútbol que incluyó la llegada de jugadores legendarios en su ocaso como Guardiola, Batistuta, Romário, Raúl y recientemente Xavi Hernández. También se ha volcado en otros deportes como muestra el último Mundial de balonmano celebrado en Doha en 2015, no exento de polémica por la nacionalización de hasta 8 jugadores a golpe de talonario. El equipo dirigido por el español Valero Rivera, alcanzó la final por primera vez en su historia. Ahora llega el turno de otros deportes como el atletismo, cuyo Mundial se celebrará en Catar en 2019, además del ciclismo en ruta en 2016 o la gimnasia en 2018. No extraña que entre los museos recién estrenados en Doha se encuentre el Museo Olímpico y no tardaremos mucho en ver la candidatura de este pequeño estado, el más rico del mundo, por situarse en la cúspide del deporte mundial. Las acusaciones

<sup>9</sup> Wall Street Journal, 24 Marzo, 2014 en <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304679404579459741158159718>

<sup>10</sup> Datos de Nielsen en The National, principal publicación en Emiratos Árabes Unidos: <http://www.thenational.ae/business/aviation/why-etihad-airways-is-pumping-money-into-major-league-soccer>

<sup>11</sup> Financial Times, March 28, 2014 "Can Paris Saint-Germain become the world's richest sports club?" Disponible en <http://www.ft.com/cms/s/2/ae88a0b2-b53a-11e3-af92-00144feabdc0.html>

## 9. Los reyes del deporte rey: Fondos soberanos y fútbol

reiteradas en las votaciones para elegir las sedes de estos torneos todavía no han tenido una respuesta judicial y contrasta paradójicamente con la creación en Doha del ICSS, un centro internacional que busca velar por la seguridad e integridad en el deporte, que incluye entre los miembros del consejo asesor al ex presidente de Interpol, el cofundador de Transparencia Internacional o el Tesorero de la Bundesliga, entre otros<sup>12</sup>.

### Epílogo

El fútbol europeo ha atraído a las grandes fortunas del planeta. Oligarcas rusos como Abramovich (en el Chelsea desde 2003), Rybolovlev (en el Mónaco desde 2011) o el ruso-uzbeco Usmanov (en el Arsenal desde 2007) se han internado en el fútbol del Viejo Continente. Esto sin olvidar la entrada de Carlos Slim en el fútbol español acudiendo al rescate del Real Oviedo (ahora en la Liga Adelante).

En el último año han destacado dos operaciones relevantes en el fútbol español ligadas a grandes fortunas, y no sería de extrañar la llegada de nuevas inversiones. En enero de 2015 se anunciaba la entrada del gigante del entretenimiento chino—Dalian Wanda Group— en el capital social del Atlético de Madrid. Concretamente, la operación supuso la adquisición del 20% por 45 millones de euros. La mejora del balance y la expansión de la marca en el mercado asiático son dos de las derivadas directas de una operación también ligada al sector inmobiliario. Wanda Group compró unos meses antes, en 2014, el Edificio España al Santander por más de 250 millones de euros. También destaca la entrada de Peter Lim (Singapur) en el capital del Valencia CF por 94 millones de euros (70%) y la refinanciación de los 230 millones de deuda que el club tiene con Bankia.

En el pasado, algunas operaciones de grandes magnates en el fútbol español han tenido resultados muy limitados. En el caso del jeque catari Abdullah Al-Thani en el Málaga, sus 36 millones de euros y más de 120 fichajes desde 2011, no han alcanzado aún todos los objetivos de un ambicioso proyecto que sí logró convertir al Málaga en un equipo de Champions, alcanzando los cuartos de final en 2012. Ahora se especula que otro grupo chino estaría dispuesto a pagar cerca de 70 millones de dólares por el club que habría dejado de “interesar” a su propietario, miembro de la familia real catari. No fue afortunada la andadura del magnate indio Ali Syed en el Racing de Santander o la del ucraniano-americano Piterman en el Alavés y también Racing.

Otras operaciones más discretas pero reveladoras del interés por el fútbol español incluyen la entrada del belga Roland Duchalet en el AD Alcorcón; la del luxemburgués de origen gallego Gerard López, dueño del equipo Lotus de F1, en el Lugo; o los rumores de entrada del grupo indio KSPL en el Elche<sup>13</sup>.

Las conexiones internacionales no dejan de sucederse: al aficionado no le extraña ya ver el Visit Malaysia en la camiseta del Sevilla o Azerbaiyán “Land of Fire” en la del Atlético de Madrid. El acuerdo firmado con el Sevilla supone unos ingresos de 2 millones de euros al año; en el caso de Azerbaiyán, que extingue su relación en 2015, paga 6 millones de euros por temporada, será sustituido este año por plus500.com quien abonará 11 millones por patrocinar al equipo rojiblanco. En ambos casos, tanto Malasia como Azerbaiyán, cuentan con fondos soberanos que podrían aprovechar su relación para incrementar la presencia inversora.

Más allá de las polémicas, el fútbol, con su alcance global, es una plataforma perfecta para los fondos soberanos y las empresas estatales alineadas en la estrategia nacional del nuevo capitalismo de estado. No será de extrañar que más fondos, venidos de otras regiones del mundo: Asia, África o América, desembarquen en el fútbol europeo en forma de patrocinios. Hoy en día, los fondos y vehículos ligados a los fondos soberanos de Dubái, Abu Dabi y Catar invierten prácticamente 300 millones de dólares anuales en el fútbol europeo. Las relaciones duraderas que se establecen en torno al fútbol pueden servir a los fondos soberanos para explorar nuevos mercados, desarrollar nuevas alianzas con futuros co-inversores, ganar visibilidad y legitimidad, y asegurar una imagen del país atractiva para millones de seguidores en todo el mundo.

<sup>12</sup> La lista completa no tiene desperdicio: <http://www.theicss.org/profile/advisory-board/>

<sup>13</sup> Expansión, 13 junio, 2015. “Llega la hora de invertir en el fútbol español.” Disponible en <http://www.expansion.com/directivos/deporte-negocio/2015/03/13/5502c438e2704edd4e8b457d.html>





# Financiación del ecosistema digital: El papel “disruptivo” de los fondos soberanos... reconsiderado

**Patrick J. Schena**

Doctor, Profesor Asociado e Investigador Principal y Copresidente de SovereigNET:  
The Fletcher Network of Wealth and Global Capital, The Fletcher School, Tufts University

**Ravi Shankar Chaturvedi**

Investigador y Director del Programa Planet eBiz en The Fletcher School, Tufts University

## 10. Financiación del ecosistema digital: El papel “disruptivo” de los fondos soberanos... reconsiderado

Xiaomi, Uber, Flipkart, Spotify: todos son miembros del llamado “Billion Dollar Club”<sup>1</sup> y todos cuentan con financiación de fondos soberanos. Si bien este tipo de inversiones alimentan los titulares, el análisis del papel de los fondos soberanos como inversores en la economía digital deja al descubierto un complejo recorrido a través de una gran variedad de estructuras directas e indirectas que se han extendido también a estos “unicornios”. La mejor manera de describir los patrones de inversión digital de los fondos soberanos es que éstos son concentrados, oportunistas, sensibles a la escala y, sin duda, disruptivos. Los expertos de fondos soberanos verán la aparente ironía en el uso de este término.

La aceleración de la introducción de nuevas tecnologías a nivel mundial ha sido fuente de un escrutinio considerable, sobre todo por su influencia transformadora. McKinsey, entre otros, define el impacto *disruptivo*<sup>2</sup> como aquel que transforma de forma sistemática la forma de vida y de trabajo de las personas, creando nuevas oportunidades o modificando los excedentes de las empresas, que produce un rápido índice de variación en el precio/rendimiento, al mismo tiempo que ofrece mejoras discontinuas en la capacidad, y que se extiende ampliamente a todos los sectores con el potencial de afectar masivamente a las fuentes de ingresos, los márgenes de beneficio y las inversiones de capital existentes y, a nivel del Estado, de acelerar el crecimiento nacional o cambiar la ventaja comparativa de las naciones.

Más concretos aún son los impactos de la digitalización, que se han amplificado por la proliferación de la capacidad de la red, ampliando el ancho de banda e incluso logrando un procesamiento más rápido, y la gran creatividad de emprendedores e innovadores. Tal vez lo más singular de la digitalización es que no conoce ni respeta los límites de los sectores, sino que se extiende a través de las industrias tradicionales (banca, venta al por menor, transporte, atención sanitaria y demás) con el potencial de cambiar drásticamente las estrategias, los modelos de negocio y los planes operativos existentes. Los efectos son tanto inmediatos como a largo plazo, lo que desafía a empresas e inversores a evaluar detenidamente el origen, los índices de penetración, los vínculos con el mercado y los impactos eventuales en los beneficios del avance digital.

Desde el punto de vista estratégico del inversor a largo plazo, los fondos soberanos, debido a la ausencia habitual de un pasivo definido, su aversión al riesgo y el tipo de mandato que reciben permiten aprovechar horizontes de inversión más amplios (esto distingue, por ejemplo, a los fondos soberanos frente a fondos de estabilización), buscar los beneficios de la inversión contra-cíclica, minimizar los costes de transacción y acceder a primas de riesgo estructural (por ejemplo, *prima de liquidez*). Sin embargo, lo “digital” como tesis de inversión requiere la capacidad adicional de evaluar correctamente las tendencias macro, seculares o generales, como los ciclos de crecimiento a largo plazo, los cambios demográficos y, concretamente, los impactos (disruptivos) del cambio tecnológico.<sup>3</sup>

Así, alejándonos de los temas que en su momento presentaron las inversiones de fondos soberanos como disruptivas para los mercados y las economías, analizamos la inversión de fondos soberanos en las tecnologías y procesos disruptivos que están desestabilizando a las industrias tradicionales según el espíritu de cambio schumpeteriano. Nuestro análisis empieza con la definición del “paisaje digital” y, a continuación, disecciona la inversión de los fondos soberanos en todo el ecosistema digital. Nuestra atención se centra en los orígenes, tendencias y modelos que han definido la inversión de los fondos soberanos en activos digitales, tanto como búsqueda de rendimiento como protección contra impactos disruptivos para sus inversiones en los sectores tradicionales. La historia que se desarrolla en estas páginas debe interpretarse como una subtrama en la narrativa más amplia de la inversión de fondos soberanos actual que refleja, en parte, el alcance de su crecimiento y madurez. Entre los términos clave encontraremos las clases alternativas de activos, la inversión directa, la desintermediación de los socios tradicionales y la construcción de capacidad profesional interna.

### Definición de lo “digital”: escala, alcance y un ritmo de cambio asombroso

Ya sea comercio electrónico, negocio electrónico, economía de Internet, de forma más general economía electrónica, o simplemente lo digital, el alcance del “sector” que define el ecosistema digital está abierto a una interpretación amplia. La OCDE ofrece una definición que podríamos tomar como base de economía digital: “toda la gama de actividades económicas,

<sup>1</sup> El “Billion Dollar Club” o, dicho de otra manera, los “unicornios” son *startups*, o nuevas empresas tecnológicas de crecimiento potencial alto, (muchas pertenecientes al sector del software) valoradas en 1.000 millones de dólares o más por los mercados públicos o privados.

<sup>2</sup> “Disruptive Technologies: Advances That Will Transform Life, Business, and the Global Economy”, McKinsey Global Institute, mayo de 2103, disponible en [http://www.mckinsey.com/insights/business\\_technology/disruptive\\_technologies](http://www.mckinsey.com/insights/business_technology/disruptive_technologies)

<sup>3</sup> Véase “The Future of Long-term Investing”, Foro Económico Mundial, 2011 disponible en [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_FutureLongTermInvesting\\_Report\\_2011.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_FutureLongTermInvesting_Report_2011.pdf)

sociales y culturales ofrecidas a través de Internet y las tecnologías de la comunicación y de la información relacionadas<sup>4</sup>. Un marco coincidente, útil como punto de partida, concibe la economía digital como tres componentes distintos pero interconectados: infraestructura, procesos de negocio electrónicos (es decir, medios de comercialización) y transacciones electrónicas (en línea).<sup>5</sup> Nuestra definición, algo modificada, tiene en cuenta la participación de los gobiernos y organizaciones sin ánimo de lucro en esta “economía”.

Para nuestro objetivo, la *infraestructura* representa el núcleo de los activos empleados para apoyar los procesos de negocio electrónico y llevar a cabo el comercio electrónico. Incluye el *hardware* y el *software*, las redes de telecomunicaciones (de línea fija, móvil o por satélite), los servicios de soporte a través de plataformas, así como el capital humano empleado en los negocios electrónicos y el comercio electrónico.<sup>6</sup> Nosotros entendemos los *procesos* de negocio electrónico como cualquier negocio o servicio de entrega de productos y servicios que las organizaciones llevan a cabo a través de redes electrónicas. Por organizaciones entendemos las organizaciones con y sin ánimo de lucro, incluidos los gobiernos, a través de una amplia gama de procesos internos y externos.<sup>7</sup> Por último, la culminación lógica de este tipo de procesos (base de la economía digital) son miles de millones de *transacciones* de bienes o servicios.

Boston Consulting Group postula que la economía digital se encuentra en la tercera de las tres fases de la evolución (la primera fue la era “punto.com” y la segunda la Web 2.0), que se caracteriza por la aparición del “hyperscaling”.<sup>8</sup> No obstante, más allá de la escala, el alcance y el ritmo de cambio en todo el ecosistema digital global son asombrosos. Según BCG y el Foro Económico Mundial<sup>9</sup> en la actualidad están conectadas 2.500 millones de personas (cerca de un tercio de la población mundial), una cifra que se prevé que ascienda a 4.000 millones en 2020. Estos pronósticos dramáticos surgen en parte por el volumen de tráfico de Internet móvil, que pasó de 8 a 1.000 exabytes<sup>10</sup> al año entre 2005 y 2015 y

respalda la previsión igualmente sorprendente de que el número de dispositivos conectados ascenderá de 5.000 millones en 2010 a 50.000 millones en 2020. Solo dentro del G-20, el número de conexiones de banda ancha móvil aumentó de 167 millones en 2005 a 2.107 millones en 2015, mientras la actividad económica total basada en Internet se aproxima a los 4,2 billones de dólares o, lo que lo mismo, casi el 5% del PIB mundial. La economía digital está creciendo a un ritmo superior al 10% anual, bastante más rápido que la economía en su conjunto. En los mercados emergentes el ritmo de crecimiento es aún más acelerado, entre un 12 y un 25% anual. Con una inversión anual en infraestructura digital por parte de los proveedores servicios de comunicación únicamente de cerca de 300.000 millones de dólares, el margen de inversiones futuras para sostener el crecimiento previsto tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, aunque varíe de una región a otra, será amplio.

Entonces, geográficamente hablando ¿dónde ha crecido de forma más amplia el ecosistema digital? BCG, Accenture y Planet eBiz, una iniciativa de la Fletcher School, han clasificado a los países de acuerdo a la digitalización de sus economías partiendo de una amplia gama de variables diseñadas para capturar las dimensiones clave.<sup>11</sup> El Índice de Evolución Digital de Planet eBiz (DEI), en concreto, parte de cuatro amplios factores: las condiciones de suministro (como las infraestructuras de acceso, realización y transacción); las condiciones de demanda (el comportamiento del consumidor y la conciencia económica, de Internet y social); la innovación (incluidos los subsistemas de apoyo empresarial, tecnológico y financiero y la presencia de una cultura de emprendimiento); y las instituciones (la efectividad del gobierno y su papel en el comercio y el apoyo legal y regulatorio de los procesos digitales). A partir de estos tres índices surge una imagen de preparación digital que va en consonancia con las tendencias de desarrollo económico. Las economías digitales más fuertes son EE.UU., Reino Unido, Alemania, los Países Bajos, Suecia, Finlandia, Dinamarca, Australia, Japón, Corea del Sur, Singapur y Hong Kong.

<sup>4</sup> “Measuring the Internet Economy: A Contribution to the Research Agenda”, OECD Digital Economy Papers, Nº 226, Publicaciones de la OCDE, pág.6, disponible en <http://dx.doi.org/10.1787/5k43jg6r8jf-en>

<sup>5</sup> Thomas L. Mesenbourg, “Measuring the Digital Economy”, US Census Bureau, pág. 2, disponible en <https://www.census.gov/econ/estats/papers/umdigital.pdf>

<sup>6</sup> *Ibid.*, pág. 3

<sup>7</sup> *Ibid.*, pág. 4

<sup>8</sup> Véase Philip Evans y Patrick Forth, “Borges’ Map: Navigating a World of Digital Disruption”, The Boston Consulting Group, 2015, disponible en <http://www.digitaldisrupt.bcgperspectives.com>

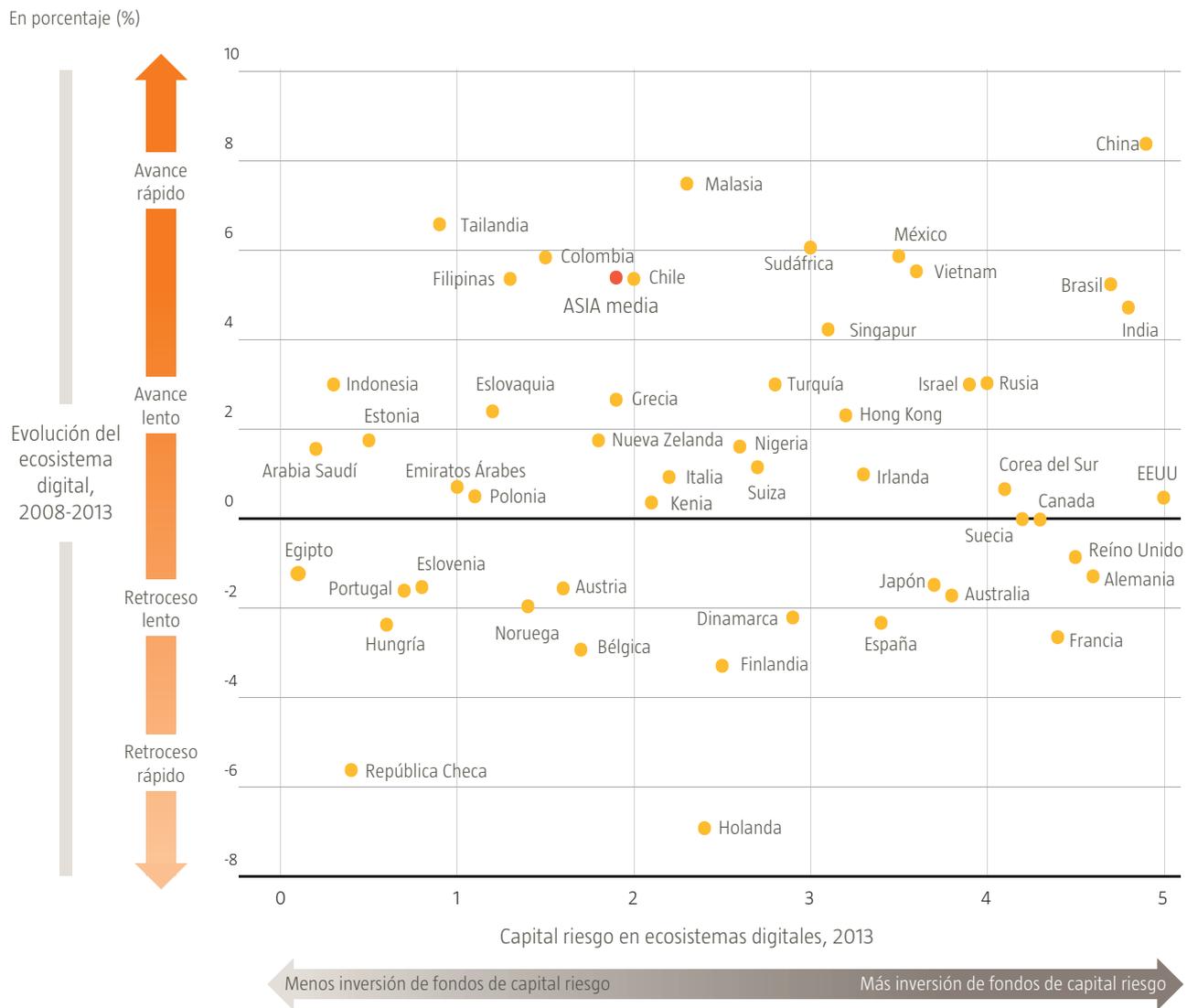
<sup>9</sup> En relación con la métrica citada en este apartado, véase “Delivering Digital Infrastructure: Advancing the Internet Economy”, Foro Económico Europeo en colaboración con el Boston Consulting Group, 2014, disponible en [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_TC\\_DeliveringDigitalInfrastructure\\_InternetEconomy\\_Report\\_2014.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_TC_DeliveringDigitalInfrastructure_InternetEconomy_Report_2014.pdf)

<sup>10</sup> 1 exabytes = 10006 bytes

<sup>11</sup> Los índices específicos, con sus respectivas referencias, incluyen el índice de intensidad electrónica del BCG ([https://www.bcgperspectives.com/content/interactive/telecommunications\\_media\\_entertainment\\_bcg\\_e\\_intensity\\_index/](https://www.bcgperspectives.com/content/interactive/telecommunications_media_entertainment_bcg_e_intensity_index/)), el Índice de Densidad Digital de Accenture ([http://www.accenture.com/us-en/landing-pages/Pages/digital-density-index-ad.aspx?c=st\\_usbdigdenps&n=Digital\\_Density\\_-\\_US&KW\\_ID=shq2e4dTV\\_dc%7Cpcrid%7C67371557125](http://www.accenture.com/us-en/landing-pages/Pages/digital-density-index-ad.aspx?c=st_usbdigdenps&n=Digital_Density_-_US&KW_ID=shq2e4dTV_dc%7Cpcrid%7C67371557125)), y el Índice de Evolución Digital de Planet eBiz (<http://fletcher.tufts.edu/eBiz/Index>).

# 10. Financiación del ecosistema digital: El papel "disruptivo" de los fondos soberanos... reconsiderado

**Gráfico 1**  
**Digitalización e inversiones en ecosistemas digitales**



Fuente: Dow Jones VentureSource y EMPEA

Además de proporcionar una clasificación estática, el DEI también proyecta el índice de cambio de cinco años en su medición anual para derivar un "impulso" o medida de tendencia (Ver Gráfico 1). Aquí, de forma importante, las clasificaciones ordinales se invierten y reflejan una "puesta al día" constante a través de las

medidas del índice en los principales países, sobre todo en los países en vías de desarrollo de Asia y América Latina. Entre ellos (según el grado de cambio) están China, Malasia, Tailandia, Sudáfrica, México, Colombia, Vietnam, Chile, Filipinas, India y Brasil.

## Los fondos soberanos y la financiación del ecosistema digital

En primer lugar, cabe destacar que la inversión de los fondos soberanos en el sector “digital” se produce a través de múltiples plataformas: acciones cotizadas, fondos de capital privado, mandatos separados de capital privado, empresas conjuntas, filiales en propiedad de capital privado y directamente como inversores líderes o co-inversores. Nuestro enfoque excluye lo primero y se centra en los fondos soberanos que invierten en activos ilíquidos, alternativos o reales, ya sea directa o indirectamente a través de inversiones como “*limited partners*” o empresas conjuntas. Normalmente esto excluiría los fondos soberanos que tienen un imperativo de liquidez, como los fondos de estabilización, lo que lleva a centrarse principalmente en los fondos de desarrollo y los fondos multi-generacionales. Por otra parte, observamos que forman este grupo los fondos más grandes, con capacidad y escala para invertir directamente, ya sea como líderes o como co-inversores, siempre que, por supuesto, su estrategia de inversión incluya la inversión en operaciones pre-OPV. Se estima que gestionan activos de más de 3 billones de dólares.<sup>12</sup>

Nuestro análisis sugerirá que la participación de los fondos soberanos en el ecosistema digital puede describirse mejor como de doble seguimiento. Los fondos llevan invirtiendo en tecnologías que conforman la infraestructura de la economía digital (la columna vertebral digital) desde principios de los 2000. Sin embargo, el período comprendido entre 2013 y 2014 representa un punto de inflexión, ya que el volumen y la escala de la inversión a través del ecosistema digital crecieron exponencialmente. Además, hasta el análisis más superficial atribuiría este cambio drástico a unos pocos fondos soberanos con el mandato y la capacidad de invertir directamente a *escala*.<sup>13</sup> De ellos, los fondos soberanos de Singapur han sido los inversores directos más activos en activos digitales. Lo que no podemos ver es la participación indirecta de un conjunto más amplio de fondos que invierten indirectamente a través de sociedades limitadas de capital privado.

Que los fondos soberanos son inversores significativos en las sociedades de capital privado, especialmente los más importantes a nivel mundial: Advent, Bain, Blackstone, Carlyle, TPG, etc., está más que demostrado.<sup>14</sup> De hecho, cuanto mayor es el fondo por activos gestionados, mayor es la probabilidad de que invierta en capital privado como clase de activo.<sup>15</sup> Además, y directamente relacionado

Tabla 1

Las 10 inversores más importantes en empresas no cotizadas de la economía digital (2010-2014)

Ranking	Inversor	Ciudad	País
1	DST Global	Moscú	Rusia
2	Tiger Global Management	Nueva York	EE.UU
3	Sequoia Capital	Menlo Park, CA	EE.UU
4	Accel Partners	Palo Alto, CA	EE.UU
5	T. Rowe Price	Baltimore, MD	EE.UU
6	Andreessen Horowitz	Menlo Park, CA	EE.UU
7	Kleiner Perkins Caufield & Byers (KPCB)	Menlo Park, CA	EE.UU
8	GIC	Singapur	Singapur
9	Temasek Holdings	Singapur	Singapur
10	Intel Capital	Santa Clara, CA	US

Fuente: Elaboración propia con datos de CrunchBase. Aparecen ordenados en función del valor agregado de las rondas en que han participado.

con el tema que nos ocupa, los fondos de capital privado han sido inversores activos en todo el panorama digital. Como referencia, estimamos que entre 2009 y 2014 se invirtieron cerca de 250.000 millones de dólares de capital privado en el ecosistema digital mundial, con una aceleración drástica en 2014 al destinarse 94.000 millones de dólares.<sup>16</sup>

Geográficamente, los EE.UU. siguen acaparando la mayor parte de la inversión de capital privado en el ecosistema digital, estimada en más de 170.000 millones de dólares (o un 70% del total) entre 2009 y 2014. Le siguen China y la India (22.000 y 9.000 millones de dólares, o lo que es lo mismo, un 9 y un 4 por ciento, respectivamente) y luego el Reino Unido, Canadá, Alemania, Israel y Rusia. Estas tendencias coinciden bastante con las declaradas por Planet eBiz, que utiliza los flujos de capital privado como un proxy de la inversión para el DEI (ver gráfico 1).<sup>17</sup> También cabe señalar que los países de tamaño medio y pequeño, especialmente los de América Latina y el sudeste asiático, siguen recibiendo relativamente poca inversión de capital privado, a pesar de la rápida evolución y de su demografía favorable (un punto al que volveremos en nuestra conclusión).

<sup>12</sup> “The Future of Long-term Investing”, Foro Económico Europeo, 2011.

<sup>13</sup> Véase, por ejemplo, “Singapore’s Investment Funds Blaze eCommerce Trail”, Financial Times, 17 de agosto de 2014.

<sup>14</sup> Véase Diego Lopez, “The major role of Sovereign Investors in the Global Economy: A European Perspective” in ESADegeo’s “The Global Context: How Politics, Investment, and Institutions Impact European Businesses”, mayo de 2015.

<sup>15</sup> Véase “2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review”, Preqin, 2015.

<sup>16</sup> Como fuente para las referencias de este apartado, hacemos un uso moderado de los datos de la base de datos CrunchBase.

<sup>17</sup> Bain Capital presentó tendencias similares para 2014. Véase el Informe de Capital Privado Asia-Pacífico 2015, de Bain Capital, disponible en [http://www.bain.com/Images/REPORT\\_Bain\\_and\\_Company\\_Asia-Pacific\\_Private\\_Equity\\_Report\\_2015.pdf](http://www.bain.com/Images/REPORT_Bain_and_Company_Asia-Pacific_Private_Equity_Report_2015.pdf).

## 10. Financiación del ecosistema digital: El papel “disruptivo” de los fondos soberanos... reconsiderado

La participación de los inversores en todo el ecosistema digital ha contado tanto con gestores de capital riesgo (*general partners* o GP en inglés) como con propietarios de activos en rondas de financiación específicas. Los primeros representan, sin duda, la cohorte más grande. La Tabla 1 clasifica a los 10 principales inversores globales de capital privado en activos digitales según el valor agregado de las rondas de financiación en las que participaron. Es importante destacar que, en una posición destacada, entre los 10 primeros, y basándose en el volumen de las rondas, se encuentran Temasek y GIC (en el puesto octavo y noveno, respectivamente), cada uno con una participación en rondas que suman más de 4.000 millones de dólares.

También ocurre con las inversiones en el “Billion Dollar Club” donde encontramos las *startups* tecnológicas con valoraciones de al menos 1.000 millones de dólares. Según las valoraciones de mayo de 2015, incluidas varios *exit* (ventas o salidas a bolsa), el Club cuenta con 104 miembros de 11 países. Los perfiles de inversión (ya sea por inversor, tamaño o geografía) coinciden bastante con los declarados anteriormente. Como era de esperar, los EE.UU. dominan la clasificación con 64 *startups* (62%), entre ellas Uber, Snapchat, Palantir y Dropbox. Le siguen China y la India con 16 y 7 *startups* (15% y 7%, respectivamente), entre ellas JD.com, Xiaomi, Flipkart y Snapdeal. Los fondos soberanos han invertido en 16 empresas de este tipo (19%). En las listas de inversores, a través de múltiples rondas, encontramos business angels, empresas de capital riesgo, inversores corporativos o estratégicos, grandes empresas globales de capital privado y fondos soberanos y de pensiones. Entre los fondos soberanos, Temasek ha invertido en 11 (13%) seguido de GIC, Abu Dhabi Investment Council (ADIC) y Qatar Investment Authority (QIA). En la mayoría de los casos, estas inversiones representan participaciones en últimas rondas (series D, E, o F), normalmente en una etapa pre-OPV, en colaboración con otros grandes inversores y, muy probablemente, como coinversiones. Creemos que esto refleja una estrategia central de muchos fondos soberanos para lograr una efectiva exposición digital: aprovechar la experiencia y la capacidad de GP experimentados a la vez que invierten o coinvierten de forma selectiva a escala en operaciones maduras con un menor riesgo operativo y de liquidez.

Con respecto a las inversiones directas de los fondos soberanos en la economía digital, nos hemos centrado en las operaciones realizadas entre 2006 y 2014 y hemos dividido la muestra en dos: 2006-2009 y 2010-2014.<sup>18</sup> Estos períodos también parecen coincidir

Tabla 2

Inversiones de los fondos soberanos en la economía digital (por sector)

Industria	Rondas	Valor*	Valor medio de la ronda*
Comercio electrónico	26	7.401	284,67
TIC	12	1.595	132,93
Telecom	10	3.168	316,81
Media	7	4.453	636,14
Software	7	9.104	1.300,57
Educación	4	1.017	254,25
Gaming	3	207	69,00
Financiero	3	437	145,73
GPS	2	28	14,10
Móvil	2	1.086	543,00
Desarrollo apps móvil	1	15	15,00
Semiconductores	1	125	125,00
Total	78	28.637	367,14

Fuente: Elaboración propia con datos de CrunchBase (2015) para 2006-2014  
\*Millones de dólares.

con dos temas de inversión distintos: la infraestructura digital y el comercio electrónico. Identificamos 78 operaciones con una participación en rondas de un total de cerca de 30.000 millones de dólares en una variedad de sectores, incluida la infraestructura digital, ya sea en telecomunicaciones, móvil, software y TIC; y en comercio electrónico: ventas al por menor, entretenimiento, transporte y servicios de pago (Tabla 2). Ordenados por su valor basándonos en el tamaño de la operación (ver Tabla 3), las operaciones se concentraron (93%) en 5 países: Estados Unidos, India, China, Reino Unido y Canadá, aunque casi la mitad procedían de los EE.UU. Por el contrario, según el número de operaciones, Singapur y Brasil ocupan los cinco primeros puestos. Casi igual de concentradas estuvieron las operaciones por inversores, en las que Temasek (o su filial Vertex) y GIC invirtieron en el 69% de las operaciones (48% Temasek y 21% GIC). Tanto las variables país como fondos soberanos coinciden con los patrones que hemos identificado anteriormente.

<sup>18</sup> Todas las referencias a operaciones contenidas en esta muestra proceden de la Base de Datos de Operaciones de Fondos Soberanos de Fletcher.

Tabla 3

## Inversiones de los fondos soberanos en la economía digital (por destino)

País	Valor	Deals	Average Deal Value
EE.UU.	13,952	22	634.20
India	5,025	10	502.50
China	4,031	18	223.96
Reino Unido	2,696	3	898.67
Canadá	1,000	1	1,000.00

Fuente: Elaboración propia con datos de CrunchBase (2015) para 2006-2014  
\*Millones de dólares.

Por período, entre 2006 y 2009 identificamos 28 inversiones de los fondos soberanos por un valor total de cercano a los 6.000 millones de dólares. Es importante destacar que estas operaciones se produjeron principalmente (22) en sectores (telecomunicaciones, software, TI y medios de comunicación) que, en nuestra opinión, constituyen el núcleo de la columna vertebral digital. La crisis financiera interrumpió estos flujos, ya que las inversiones digitales de los fondos soberanos disminuyeron drásticamente entre 2008 y 2010. El período que comenzó especialmente en 2011 supuso un cambio especialmente significativo en el interés y los flujos del sector.

Entre 2010 y 2014 identificamos unas 50 inversiones de los fondos soberanos en el ecosistema digital por un valor total superior a los 22.000 millones de dólares. El recuento de operaciones aumentó considerablemente de 3 en 2010 y 2011 a 9 en 2013, llegando a alcanzar las 30 en 2014. Del mismo modo, Temasek o Vertex y GIC dominaron el ranking de inversiones. De las 50 operaciones, 26 se dirigieron a comercio electrónico, mientras que las demás se produjeron en sectores estrechamente relacionados como educación, finanzas, servicios de pago y servicios de móvil. Muchas de las empresas participadas, aunque no todas, eran miembros del "Billion Dollar Club", en operaciones a gran escala y de capital privado en rondas de financiación tardías. Se puede concluir, por tanto, que la inversión soberana estaba siguiendo la pista del capital privado.

Como muestra de las operaciones de comercio electrónico más importantes realizadas por los fondos soberanos desde 2010 encontramos las inversiones de QIA en Flipkart (en el que también invirtió GIC) y Uber, la inversión de Kuwait Investment Authority en la firma de selección de personal online con sede en Madrid, Tyba, las inversiones de China Investment Corporation y Khazanah (y Temasek), en Alibaba, y la inversión de Mubadala en EMI. Observamos también una ronda de Spotify<sup>19</sup> en 2015 en la que ha participado ADIC, junto a Goldman Sachs y varios socios de capital privado. La ronda se estima en cerca de 400 millones de dólares, se adelanta a la entrada de Apple en el mercado de música en streaming y anticipa una posible OPV de Spotify.

### Fondos soberanos que invierten digitalmente: ¿adaptación o desintermediación del modelo de capital privado?

Ya sea a través de fondos de capital privado, mandatos separados de capital privado, empresas conjuntas, filiales de capital privado y directamente como líderes o coinversores, las estructuras de inversión a través de las cuales los fondos soberanos invierten digitalmente son variadas y muchas veces se superponen. De todo el capital que se destina al sector, la mayoría de los fondos soberanos invierten indirectamente e incluso podríamos decir que "agnósticamente", ya que lo hacen principalmente a través de decisiones de inversión de los GP. Ni siquiera las inversiones directas, incluidas las coinversiones (especialmente las destinadas a grandes rondas de última fase de *startups* reconocidas) demuestran un compromiso con una estrategia digital definida coherentemente. Fidelity Investments y Wellington Management, por ejemplo, participan en rondas pre-OPV por razones estratégicas diferentes a las de un fondo de capital privado sectorial. A pesar de esta estrategia "generalista", sí podemos identificar tres patrones de actuación de los inversores institucionales que deciden invertir en el ecosistema digital: un perfil de riesgo que va más allá de la simple falta de liquidez, la capacidad profesional para analizar y comprender los impactos horizontales de las tecnologías disruptivas y un objetivo estratégico para explotar la dinámica de crecimiento secular a largo plazo, los cambios demográficos y las transformaciones empresariales disruptivas inducidas digitalmente.

La inversión directa a través de un modelo tradicional de capital privado es muy adecuada para poner en funcionamiento una estrategia de este tipo, incluyendo algunas ampliaciones de este modelo como empresas conjuntas (*joint-venture*, JV, en inglés) y de filiales organizadas y dotadas con personal para realizar

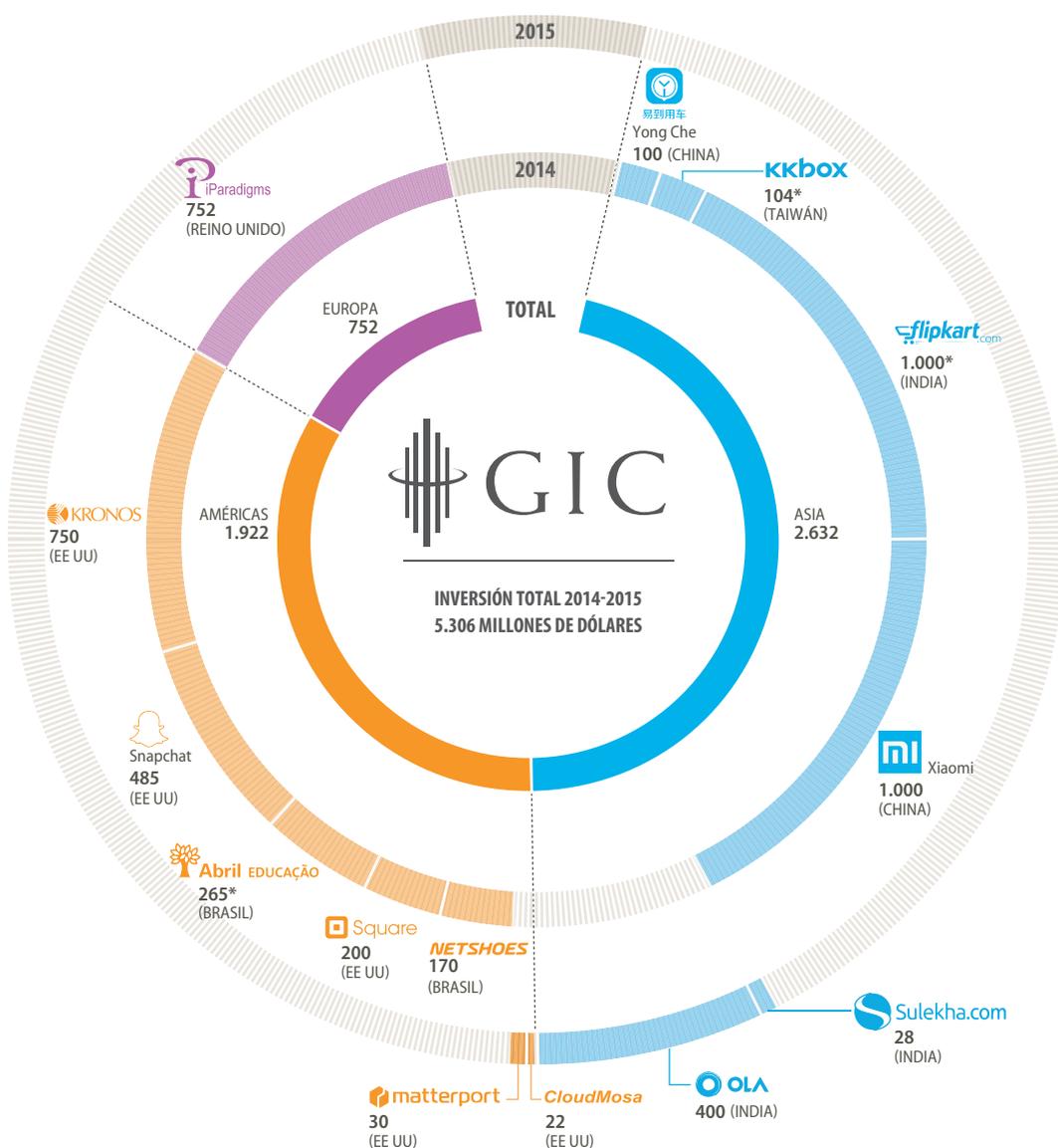
<sup>19</sup> Véase, por ejemplo, "Spotify Could Be Worth \$8.4 billion After Fundraising", The Telegraph, disponible en <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/mediatechnologyandtelecoms/digital-media/11529572/Spotify-to-be-worth-8.4bn-after-fundraising.html>

# 10. Financiación del ecosistema digital: El papel "disruptivo" de los fondos soberanos... reconsiderado

Infografía 6

GIC: Un inversor global más cerca de sus startups

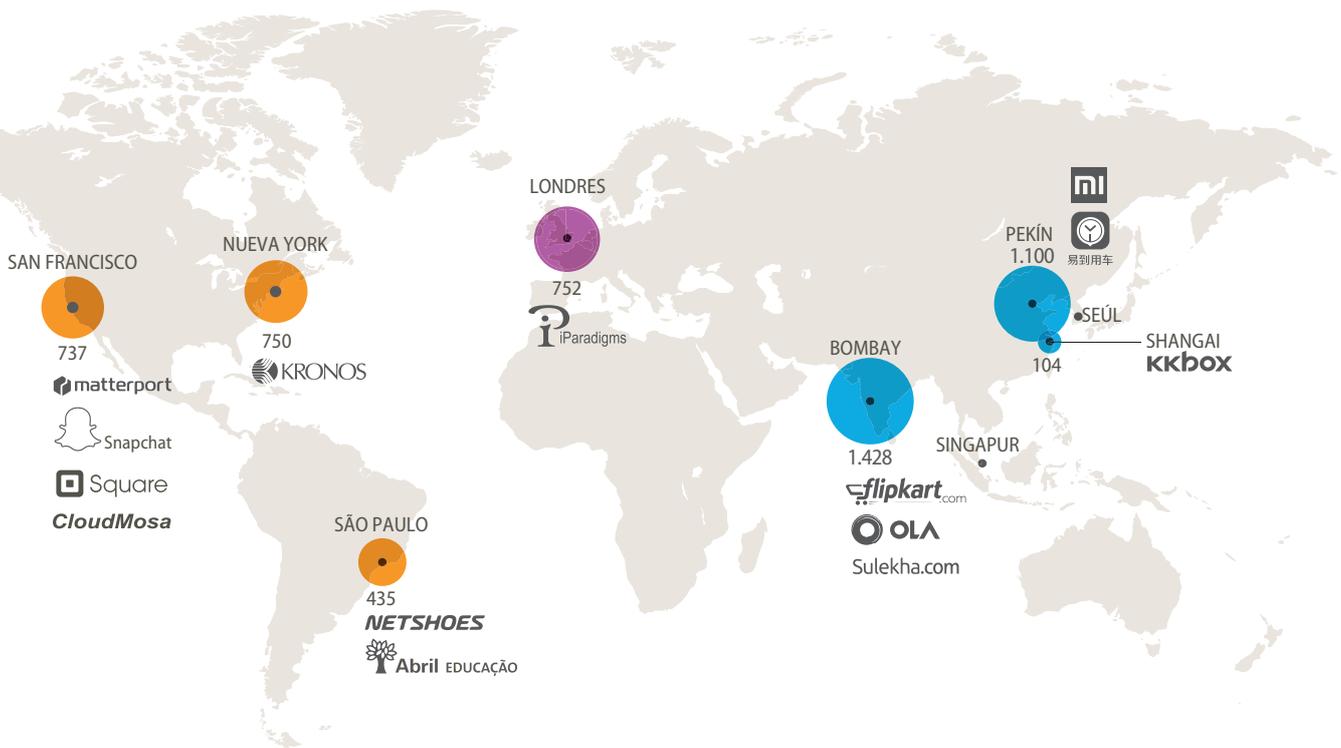
**INVERSIONES EN STARTUPS**  
(Millones de dólares)



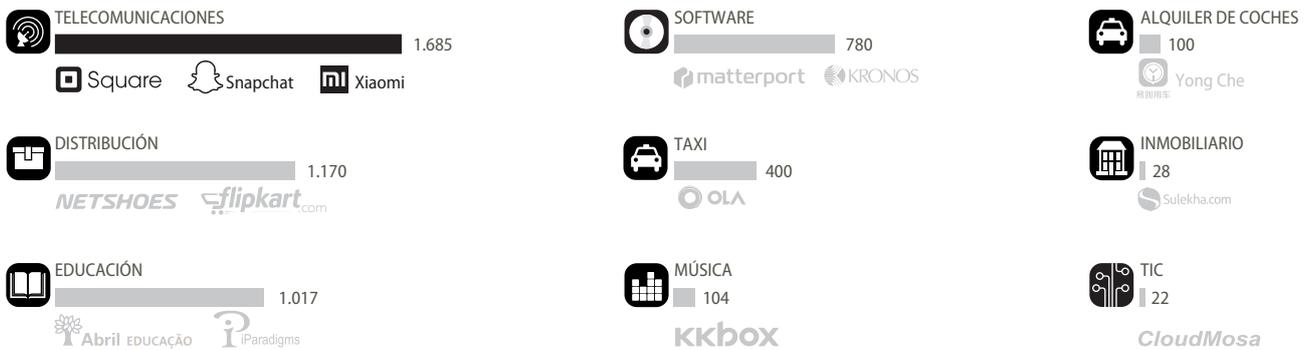
\* Rondas en las que GIC fue el único inversor

Fuente: Informes anuales de GIC (2015).

**INVERSIONES POR OFICINA**  
(Millones de dólares)



**INVERSIONES POR SECTORES**  
(Millones de dólares)



## 10. Financiación del ecosistema digital: El papel “disruptivo” de los fondos soberanos... reconsiderado

específicamente inversiones fases iniciales. Un ejemplo práctico de *joint-venture* es el existente entre CIC y NPRF, anunciado a principios de 2014, que establecía el China Ireland Technology Growth Capital Fund (que tratamos en otro capítulo de este informe). Junto a la estrategia de JV también son complementarias las estructuras de inversión vinculadas a los objetivos de desarrollo nacional centrados en la acumulación de capacidad digital. En este sentido, advertimos la expansión de Khazanah a Silicon Valley, que se prevé que alinee aún más su programa de inversiones con el llamado Nuevo Modelo de Economía (NEM) de Malasia. Como accionista principal de Telecom Malaysia y con unos activos en telecomunicaciones y medios de comunicación que constituyen el 25% de su cartera, el liderazgo de Khazanah en estos sectores puede tener implicaciones importantes para la evolución digital de la economía de Malasia.<sup>20</sup>

Al igual que ocurre con la corriente principal de capital privado, y también con los fondos soberanos, la eficacia de la estrategia y la habilidad propias se manifiestan en última instancia en los resultados. Los “*exit*” más sonados se han encontrado con resultados mixtos a pesar del éxito inicial de OPVs como Alibaba. El reto, por supuesto, es que la competencia por formar parte de las rondas, sobre todo en fase pre-OPV, hace subir las valoraciones y reduce los eventuales retornos. Tal y como opinan Fang et al. (2014), las estrategias de coinversión, lejos de mitigar dicho riesgo, pueden acentuarlo. En cambio, las estrategias que suponen financiación directa donde los inversores aprovechan ventajas de proximidad e información presentan retornos relativamente superiores, especialmente cuando éstos se ajustan por comisión<sup>21</sup>. Sin embargo, este modelo compite (y posiblemente desintermedia) con las sociedades limitadas de capital privado. Para ilustrarlo, volvemos una vez más a los fondos de Singapur.

Ya sea por volumen, recuento de operaciones o reputación, tanto los casos aislados como la evidencia empírica general sugieren que GIC y Temasek se posicionaron en 2014 entre los mayores inversores institucionales de la economía digital mundial y, por consiguiente, entre los líderes digitales de los fondos soberanos. De este modo, cada uno mantiene extensas y estrechas relaciones con GP, cuya experiencia siguen aprovechando. A pesar de ello, cada uno se ha ido apartando de las relaciones tradicionales para desarrollar plataformas de inversión competitivas que permitan una mayor flexibilidad, control y escala.

GIC, por ejemplo, tiene más de 100 relaciones de *private equity* activas, y un número similar de inversiones directas.<sup>22</sup> En 2013, GIC adoptó una serie de cambios en su modelo de inversión para complementar la reorganización y expansión en curso y permitir una mayor agilidad en la respuesta global a las oportunidades de inversión. El nuevo modelo se aparta de los enfoques tradicionales de asignación estratégica de activos utilizando factores de exposición, para evaluar las inversiones privadas directas frente a otras alternativas negociables de bajo coste.<sup>23</sup> En línea con esta estrategia, GIC ha encargado a su unidad de Nueva York que lidere una iniciativa de “estrategias integradas”. El equipo ha aprovechado la expansión geográfica de GIC, ya que pretende mejorar el acceso a la información y el aumento del flujo de operaciones, al tiempo que ha impulsado un enfoque más cercano a las operaciones para abordar la gestión. La expansión de GIC en Bombay y Sao Paulo, por ejemplo, se ha traducido en ambos casos en un aumento en el número y la magnitud de las rondas individuales directas (incluidas las rondas digitales) realizadas por GIC en esos territorios (ver Infografía 6).<sup>24</sup> Esto coincide con el objetivo estratégico de GIC de *buscar y dirigir las operaciones de forma independiente* a través de su propia red mundial.<sup>25</sup>

Un ejemplo que sirve para ilustrarlo es la inversión individual de GIC, que asciende a 104 millones de dólares, en el servicio taiwanés de música por streaming KKBOX. Competencia directa de Spotify, KKBOX lidera el servicio entre los oyentes asiáticos, especialmente en Taiwán, Hong Kong y en el sudeste asiático, incluido Singapur. La operación fue, sin duda, la financiación más importante de startup taiwanesa en 2014 y representa una estrategia de inversión que combina la escala con una tolerancia de riesgo mayor, si bien requiere igualmente tanto la comprensión como el compromiso con la dinámica de crecimiento de la penetración digital en el Este y Sudeste asiático.

Por su parte, Temasek emplea un modelo que funciona a través de dos programas paralelos pero integrados: un programa de inversiones directas y un programa de empresas en fase inicial o pymes. Este último se lleva a cabo a través de un modelo de filiales centrado en su Grupo de Desarrollo de la Empresa (EDG), creado en 2013 con el objetivo expreso de identificar tendencias y

<sup>20</sup> Véase [http://kperspectives.khazanah.com.my/Get\\_To\\_Know\\_US-@-Khazanah\\_Americas\\_Incorporated.aspx](http://kperspectives.khazanah.com.my/Get_To_Know_US-@-Khazanah_Americas_Incorporated.aspx)

<sup>21</sup> Véase, por ejemplo, Lily Fang, Victoria Ivashina y Josh Lerner, “The Disintermediation of Financial Markets: Direct Investing in *private equity*”, septiembre de 2014, próximamente en el Journal of Financial Economics

<sup>22</sup> Véase el Informe Anual de GIC 2013-14 disponible en [http://www.gic.com.sg/images/pdf/GIC\\_Report\\_2014.pdf](http://www.gic.com.sg/images/pdf/GIC_Report_2014.pdf)

<sup>23</sup> Este enfoque ha sido aplicado por el Consejo de Inversión de Planes de Pensiones de Canadá, cuyos miembros ejecutivos han estado vinculados a GIC. Véase “Sovereign Singapore Fund Bets Big on Trophy Real Estate”, Bloomberg, 8 de diciembre de 2014, disponible en <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-12-08/singapore-sovereign-fund-bets-big-on-trophy-real-estate>

<sup>24</sup> “Going Direct: GIC Gives *private equity* Firms Run for their Money”, Reuters, 4 de septiembre de 2014, disponible en <http://www.reuters.com/article/2014/09/03/gic-privateequity-idUSL3N0QV1X20140903>

<sup>25</sup> Véase el Informe Anual de GIC 2013-14

oportunidades de transformación y financiar y desarrollar empresas innovadoras.<sup>26</sup> El EDG se describe a sí mismo como “un facilitador en todas las etapas de una empresa, desde las fases iniciales hasta los modelos de negocio disruptivos”.<sup>27</sup>

La dimensión pública de las inversiones de Temasek en el ámbito digital refleja esta estrategia disruptiva<sup>28</sup>, que se sitúa como un impulsor horizontal que atraviesa industrias y modelos de negocio tradicionales como, por ejemplo, los servicios financieros y el transporte, o la energía y la industria básica. Este enfoque, en nuestra opinión, proviene en parte de su legado como un fondo de desarrollo soberano y la posesión de activos clave de Singapur en tecnología y telecomunicaciones.<sup>29</sup> La experiencia de inversión directa de Temasek, con capacidad para invertir a escala, refleja su preferencia por las operaciones relativamente grandes, con un rendimiento operativo demostrado, que por definición hayan superado la etapa de riesgo y se acerquen a la de pre-OPV. En consecuencia, según nuestros datos, en el sector digital Temasek ha participado directamente en operaciones o rondas cuyo tamaño medio es de unos 200 millones de dólares. Un ejemplo es el liderazgo de Temasek de la ronda de financiación de diciembre de 2014, con 250 millones de dólares, de Lazada Group, el sitio de compras online orientado al sudeste asiático. La inversión en Lazada, una empresa de Rocket Internet, en vez de en su matriz, es interesante y muy representativa de que Temasek actúa de acuerdo a criterios de sector, geografía y valor relativo.

Debido en parte a las diferencias en las economías de escala entre las operaciones pre-OPV y las operaciones en fases primeras, así como en la capacidad y las habilidades operativas necesarias en las etapas pre-beneficios, el capital privado global muestra un alto grado de especialización. La estrategia de Temasek es un reflejo de este enfoque. A través de EDG, ha creado plataformas especializadas (Vertex Venture, Heliconia y Clifford Capital) a través de las cuales invierte en pymes, incluidas las que contribuyen directamente al ecosistema digital.<sup>30</sup>

Vertex se constituyó inicialmente bajo Singapore Technologies en 1988 y fue absorbida directamente por Temasek en 2008, momento en que se le inyectaron 250 millones de dólares de nuevo capital. Posteriormente, Temasek inyectó otros 325 en 2013 y 165

millones de dólares en 2014. Está constituida como una filial al 100% de Temasek y opera dos fondos centrados en Asia que invierten en empresas de tecnología en fase inicial-intermedia, así como dos fondos adicionales dirigidos, respectivamente, a nuevas empresas de Singapur y a oportunidades en América del Norte.<sup>31</sup> Heliconia y Clifford complementan Vertex, ya que ambas invierten en pymes de Singapur, la última aportando financiación a los proyectos.

A diferencia de las operaciones digitales directas de Temasek, Vertex participa en rondas considerablemente más pequeñas que oscilan entre los 20 y los 50 millones de dólares de media. La inversión de Vertex en la nueva empresa de transporte privado GrabTaxi, de Malasia, es un buen ejemplo. GrabTaxi recaudó más de 340 millones de dólares en 2014 en cuatro rondas separadas en su expansión por todo el sudeste asiático. Se sabe que Vertex participó, por lo menos, en la más temprana de estas rondas de 2014. GrabTaxi facilita llamar a un taxi al conectar a los pasajeros con los taxis más cercanos de cualquier proveedor. En Singapur incluye no solo a participada de Temasek, SMRT, operador de transporte público de Singapur, sino también a su competencia. ¿GrabTaxi podría ser en sí una metáfora de la disrupción del avance digital tanto para Singapur como para Temasek? Dejaremos que el lector lo reflexione mientras concluimos.

### El futuro de la inversión de los fondos soberanos en la economía digital

Nuestras reflexiones muestran el panorama actual de la inversión de los fondos soberanos en la economía digital global de todos los sectores a través de multitud de estructuras de inversión y a un ritmo cada vez más acelerado. En sus inicios, la inversión de los fondos soberanos en activos digitales se escalaba a través de sociedades de capital privado para después complementar el capital privado sin asumir el liderazgo, a través de la coinversión. Temasek y GIC son los que más han avanzado en este programa de inversión, ya que cada uno ha desarrollado un enfoque temático para la inversión digital y participan activamente de forma independiente en la obtención y liderazgo de grandes rondas de financiación digitales.

Mirando hacia el futuro, y dirigiendo nuestra investigación tanto hacia los motores de la economía digital global como hacia las diversas manifestaciones de inversiones que promueven su avance, hemos identificado varios patrones de evolución con una implicación potencial para las futuras inversiones de fondos soberanos en la economía digital.

<sup>26</sup> Véase <http://www.temasekreview.com.sg/en/institution/seeding-future-enterprises.html>

<sup>27</sup> Con respecto a las inversiones indirectas, un ejemplo concreto en el capital riesgo de tecnología y software es la inversión de Temasek en Andreessen Horowitz. Véase <http://www.temasekreview.com.sg/en/institution/seeding-future-enterprises.html>

<sup>28</sup> Véase, por ejemplo, <http://www.temasek.com.sg/mediacentre/speeches?detailid=22089>

<sup>29</sup> Este punto ya se ha abordado en profundidad en estas páginas. Véase Javier Santiso, “Sovereign Wealth Funds and New Technologies”, Fondos Soberanos, 2013, ESADEgeo, disponible en <http://www.esadegeo.com/global-economy>

<sup>30</sup> Temasek ha constituido también otras entidades centrando la inversión en otros sectores, concretamente Pavilion Energy.

<sup>31</sup> Véase <http://www.temasekreview.com.sg/en/institution/seeding-future-enterprises.html>

## 10. Financiación del ecosistema digital: El papel “disruptivo” de los fondos soberanos... reconsiderado

En primer lugar, la adopción rápida de teléfonos inteligentes como de Internet de banda ancha móvil, especialmente en los mercados emergentes y frontera, con densa demografía presente y futura, está creando nuevas clases de consumo. En consecuencia, surgen nuevas oportunidades de inversión tanto para hacer posible que la infraestructura llegue a estos consumidores como en aplicaciones que se adapten a sus necesidades a través de diversas funciones y procesos de negocio.

En segundo lugar, la naturaleza altamente escalable de los negocios digitales acelerará su expansión global aún más hacia los mercados emergentes y frontera, al mismo tiempo que estimulará los modelos innovadores, las tecnologías y las plataformas de prestación de servicios locales. La escala y el tamaño impulsan el flujo de las inversiones. Consideramos que la extensa y atractiva demografía de China e India seguirán atrayendo las inversiones de capital privado y fondos soberanos a esos ecosistemas digitales, tanto a corto como a medio plazo. No obstante, el potencial de los grandes mercados digitales que puede surgir de bloques económicos regionales como la ASEAN, con una dinámica socioeconómica favorable y una avanzada madurez digital (véase el Gráfico1), impulsará un interés aún superior de los inversores y mayores flujos a medio plazo.

Por último, esperamos que los flujos soberanos en el sector digital continúen siguiendo el ejemplo del capital privado. No obstante, inversores soberanos sofisticados como Temasek y GIC, a través de sus programas de inversión en varios frentes, ya han aprovechado las nuevas oportunidades de mercado sobre todo en el sudeste asiático y Brasil. Están preparados para explotar la evolución futura digital. Anticipamos que habrá un enfoque más activo y directo que será emulado por aquellos fondos capaces de aprovechar las economías de escala mediante la construcción de capacidades internas que permitan capturar las tendencias disruptivas que impulsan los resultados en la economía digital.





# Fondos soberanos y activos patrimoniales: La perspectiva del inversor

**Andrew Rozanov**

Investigador Asociado de Economía Internacional en Chatham House

## 11. Fondos soberanos y activos patrimoniales: la perspectiva del inversor

En este artículo analizaremos cómo y por qué algunos fondos soberanos y otros inversores institucionales a largo plazo pueden tener interés en invertir una pequeña parte de sus carteras en los llamados "activos patrimoniales". Aunque somos conscientes de que invertir en arte de calidad y en el ecosistema patrimonial no está ciertamente al alcance de todo el mundo, sostenemos que hay un grupo concreto de países e instituciones que tienen una ventaja natural y que, por lo tanto, están en una posición única para realizar tales inversiones como parte de sus carteras de inversión a largo plazo. En primer lugar, analizaremos las condiciones previas y los criterios necesarios para determinar qué países e instituciones pueden reunir los requisitos. En segundo lugar, analizaremos la idoneidad de los activos patrimoniales en términos de horizonte de inversión, fuentes de rentabilidad y el papel específico en una cartera de inversión. También abordaremos algunas de las objeciones típicas, y explicaremos por qué no estamos de acuerdo con los escépticos. A continuación, revisaremos el único estudio de caso de una inversión real de arte institucional, llevada a cabo por el Fondo de Pensiones de los Ferrocarriles Británicos (BRPF) entre 1974 y 2000. Concluiremos ofreciendo algunas reflexiones sobre los aspectos prácticos de diseño y aplicación de una inversión institucional en activos patrimoniales, sugiriendo algunas áreas prometedoras de investigación.

Pero, en primer lugar, vamos a definir los conceptos. El concepto de "activos patrimoniales" que utilizamos en este artículo se basa con ciertas libertades en el marco introducido en el informe "Valoración de los activos patrimoniales", elaborado en marzo de 2009 por la Universidad de Kingston, en nombre de la Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) y el Ministerio de Hacienda del Reino Unido. En concreto, los definimos como activos poseídos y mantenidos principalmente por su contribución al conocimiento y la cultura, e incluyen activos muebles o transferibles (p. ej., colecciones de objetos en poder de museos y galerías) y activos inmobiliarios (p. ej., propiedades históricas, incluyendo yacimientos arqueológicos). Esencialmente, nos centramos en la inversión institucional en el arte de gran calidad. Por lo tanto, a menos que se indique lo contrario, se utilizan los términos "activos patrimoniales" e "inversiones en arte" indistintamente en este artículo. Sin embargo, cuando nos referimos al ecosistema patrimonial más amplio, también incluimos las dos categorías de activos siguientes:

- Empresas relacionadas, tales como casas de subastas, marchantes y galerías; así como las empresas de financiación especializada, seguros, almacenamiento, transporte, valoración, restauración y de información del mercado del arte.
- Infraestructuras y propiedades utilizadas para la visualización, el almacenamiento, el transporte y el comercio en el arte.

### ¿Quién debería (y no debería) invertir en activos patrimoniales?

Para ciertos tipos de fondos soberanos y fondos de pensiones, invertir en arte sería absolutamente inapropiado dado sus mandatos de inversión. Por ejemplo, los fondos soberanos establecidos con fines de estabilización macroeconómica o para una gestión más eficiente de las reservas de divisas, estarían normalmente muy limitados en su capacidad de invertir en activos ilíquidos que cotizan en los mercados privados. Lógicamente, serían aplicables restricciones similares a un plan de pensiones con una plantilla que madura con rapidez, en especial, si también carece de fondos suficientes. Pero no se trata solo de la naturaleza de los fondos: el estado de la economía en general y el nivel de desarrollo del país en cuestión también son importantes.

Por ejemplo, piense en un país africano en desarrollo que cuenta con una importante reserva de materias primas, pero también afectado por bajos niveles de PIB per cápita, una economía local poco diversificada, infraestructuras domésticas subdesarrolladas y el servicio social más básico. Sugerir siquiera la compra de obras de arte en una situación de este tipo no solo sería contraproducente, sino totalmente ofensivo, ya que alienaría y privaría de derechos a la población local, al mismo tiempo que aumentarían dramáticamente los riesgos de corrupción y despilfarro. Podría decirse que, incluso en las economías de mercado emergentes más desarrolladas, especialmente aquellas con grandes poblaciones, la utilidad marginal del gasto en educación, salud, vivienda e infraestructura será mucho mayor. Por lo tanto, al igual que ocurre con las personas y las familias, solo después de alcanzar un cierto nivel de riqueza y bienestar, los países con grandes fondos soberanos pueden permitirse considerar invertir en arte y activos patrimoniales. Entonces, ¿qué países serían los más aptos?

Proponemos echar un vistazo a las naciones que cumplen los siguientes cinco criterios:

1. Alto nivel de PIB per cápita (p. ej., las 20 primeras, tanto en términos nominales como PPA).
2. Economía local altamente industrializada e infraestructura desarrollada.
3. Gran tamaño de los activos de los fondos soberanos pertinentes (p. ej., el tamaño de los activos gestionados de las 20 primeras).
4. Arquitectura sólida de los fondos soberanos, trayectoria y experiencia relevante.
5. Interés (o compromiso) en activos patrimoniales declarado públicamente.

Tabla 1

PIB per cápita, valores nominales (USD)

Clasificación	País	Importe
1	Mónaco	159.400
2	Liechtenstein	139.300
3	Luxemburgo	110.700
4	Catar	104.300
5	Noruega	101.400
6	Suiza	80.800
7	Emiratos Árabes Unidos	70.900
8	Kuwait	66.500
9	Australia	65.100
10	Dinamarca	58.300
11	San Marino	57.900
12	Suecia	57.200
13	Singapur	54.700
14	Estados Unidos	52.800
15	Canadá	52.100
16	Finlandia	49.200
17	Austria	49.100
18	Países Bajos	47.600
19	Islandia	46.200
20	Irlanda	46.000

Fuente: CIA World Factbook (2013)

Nota: En la tabla 2, aparecen sombreados los países que gestionan fondos soberanos pero que no están incluidos en la Tabla 1.

Tabla 2

PIB per cápita, PPA (USD internacionales actuales)

Clasificación	País	Importe
1	Catar	136.727
2	Luxemburgo	91.048
3	Kuwait	83.840
4	Singapur	78.763
5	Brunéi	71.777
6	Noruega	64.406
7	Emiratos Árabes Unidos	59.845
8	Suiza	56.950
9	Arabia Saudí	53.644
10	Estados Unidos	53.042
11	Países Bajos	46.162
12	Irlanda	45.684
13	Austria	45.079
14	Omán	45.334
15	Suecia	44.658
16	Alemania	43.884
17	Bahréin	43.851
18	Dinamarca	43.782
19	Australia	43.202
20	Canadá	42.753

Fuente: World Bank (2012-2013)

En base a los dos primeros criterios, identificamos los siguientes nueve países con fondos soberanos: Noruega, Catar, Australia, Singapur, Canadá, Kuwait, Estados Unidos, Irlanda y los Emiratos Árabes Unidos (EAU). El tercer criterio elimina a Canadá, aunque esto se basa en un mero tecnicismo: solo estamos considerando los fondos soberanos y no fondos de pensiones. Canadá tiene de hecho un único fondo soberano de tamaño medio ubicado en Alberta. Sus fondos de pensiones públicos, que incluyen algunos de los gestores de activos más grandes y sofisticados del mundo, tendrían la misma validez como inversores institucionales si tuviéramos que ampliar el alcance de nuestro análisis. En el caso de Estados Unidos, a pesar de contar con al menos nueve fondos soberanos establecidos, ninguno de ellos se incluyó entre los 20

primeros en términos de activos totales. Lo mismo se aplica a Irlanda, ahora centrada en su recién formado vehículo de inversión orientado al mercado nacional (Ireland Strategic Investment Fund), que absorbió los recursos del "antiguo" fondo NPRF. El cuarto criterio elimina a Noruega y Australia, pero no porque nos encontremos con problemas con la arquitectura o trayectoria de sus fondos soberanos. El fondo de Noruega simplemente no tiene experiencia invirtiendo en activos ilíquidos (más allá del sector inmobiliario), mientras que a Australia solo se le permite por ley invertir a través de fondos de terceros, que, creemos, sería inapropiado en el caso de los activos patrimoniales. Después de aplicar el quinto criterio, nos quedan los siguientes países con fondos soberanos: Abu Dabi, Catar y Singapur.

## 11. Fondos soberanos y activos patrimoniales: la perspectiva del inversor

Tabla 3

20 primeros fondos soberanos / Inversores estatales por activos gestionados por país.

Fondo soberano / Inversor estatal (Activos agregados)	País	Tamaño del activo (miles de millones de USD)
CIC + SAFE + NSSF + HKMA + CADF	China	1.759,3
ADIA + ICD + ADIC + IPIC + Mubadala + IPIC + EIA + DIC	Abu Dabi (EAU)	1.185,6
Government Pension Fund Global	Noruega	896,7
Agencia Monetaria de Arabia Saudí (SAMA)	Arabia Saudí	744,1
Kuwait Investment Authority (KIA)	Kuwait	548,0
GIC + Temasek	Singapur	487,4
Qatar Investment Authority (QIA)	Catar	304,0
Alaska (APF) + Texas (TPSF) + Nuevo México + Wyoming + Alabama + Dakota del Norte + Idaho + Louisiana + Virginia Oriental	Estados Unidos de América	126,7
Fondo de Futuros	Australia	109,2
National Wealth Fund / RDIF	Rusia	84,4
Korea Investment Corporation (KIC)	República de Corea	72,0
National Oil Fund of Republic of Kazakhstan	Kazajistán	71,8
Libyan Investment Authority (LIA)	Libia	60,0
Khazanah Nasional Berhad	Malasia	41,6
State Oil Fund of Azerbaijan (SOFAZ)	Azerbaiyán	37,1
Fondo de Reserva de Pensiones y Fondo de Estabilización Económica y Social	Chile	22,5
New Zealand Superannuation Fund (NZSF)	Nueva Zelanda	21,8
State General Reserve Fund (SGRF) y Oman Investment Fund (OIF)	Sultanato de Omán	19,0
Petroleum Fund of Timor-Leste	Timor - Leste	16,5

Fuente: ESADegeo (2015).

Los dos primeros ya han hecho presencia en el mercado del arte mundial. Abu Dabi se ha embarcado en el turismo cultural a gran escala y en el proyecto de creación de patrimonio, sobre todo por su vinculación con el Museo del Louvre de Francia y el museo Guggenheim de Estados Unidos. La familia real de Catar ha estado inmersa en una ola de adquisiciones durante varios años de miles de millones de dólares en el mercado del arte, y está construyendo de manera febril museos propios de primera línea. En cuanto a Singapur, su importancia para este debate proviene no tanto de las ambiciones de la ciudad-estado en el mercado del arte en sí, sino de sus esfuerzos para construir un centro bancario y de gestión de activos privado de primer orden. Invertir y asesorar en arte se está

convirtiendo cada vez más en un elemento adicional de cualquier oferta de banca privada de gama alta, por lo que desarrollar centros relacionados con excelencia y experiencia, así como la promoción de un ecosistema patrimonial local más amplio, se ajustaría perfectamente a los planes de desarrollo de Singapur.

La otra similitud destacable y de gran relevancia entre estos tres fondos soberanos es su elevado grado de desarrollo. No solo disponen de inversores soberanos de tipo intergeneracional, muy grandes y ampliamente diversificados, como ADIA, QIA y GIC, sino que también cuentan con inversores (o holdings) directos parecidos a fondos de capital riesgo, enfocados y con más anclaje nacional como Mubadala, Qatar Holding y Temasek, respectivamente. En teoría, esto debería otorgar a los tres fondos soberanos una flexibilidad adicional para determinar la manera más óptima de invertir en activos patrimoniales.<sup>1</sup>

### ¿Cuáles son los pros y los contras?

Analicemos ahora el caso de la inversión institucional en activos patrimoniales: ¿cuál sería la razón por la que un gestor de cartera realizaría una inversión en arte como una clase de activos? Lo enfocamos desde tres ángulos diferentes: (1) horizonte de inversión; (2) fuentes de rentabilidad y (3) papel potencial en una cartera institucional a largo plazo. A continuación, analizaremos algunas de las objeciones más típicas y expondremos nuestros argumentos en contra.

Reunir una extensa y única colección de activos patrimoniales de primera clase resulta a menudo un esfuerzo intergeneracional. Las colecciones de gran importancia histórica y cultural (y de gran valor monetario) se construyen durante décadas, por no decir siglos. De acuerdo con la experiencia de los expertos del mercado del arte, en la actualidad, el ciclo medio de una obra de arte de gran calidad que aparece en el mercado y que se encuentra a la venta oscila aproximadamente entre 20 y 40 años<sup>2</sup>. En otras palabras, desde el momento en que se vende una obra de arte, pasan normalmente entre dos y cuatro décadas antes de que los compradores interesados puedan tener otra oportunidad de hacerse con esa obra<sup>3</sup>. Desde el punto de vista de un inversor, la implicación es

<sup>1</sup> Para ser absolutamente claros, no estamos sugiriendo que los fondos soberanos de otros países sean incapaces de determinar formas de invertir en activos patrimoniales. Simplemente estamos señalando que los tres soberanos de nuestra lista, Abu Dabi, Catar y Singapur, representan, en nuestra opinión, los casos más evidentes y convincentes de inversores que están en mejores condiciones para considerar dicha inversión.

<sup>2</sup> Véase McAndrew, C. (2010) "An Introduction to Art and Finance," capítulo 1, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, editado por C. McAndrew, Nueva York: Bloomberg Press. Y véase Eckstein, J. (2010) "Art Funds as Asset Class," capítulo 6, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, editado por C. McAndrew, Nueva York: Bloomberg Press.

<sup>3</sup> Por supuesto, con respecto a algunas obras maestras (p. ej., la Mona Lisa de Leonardo) sería inconcebible pensar que pudieran aparecer algún día de nuevo en el mercado.

clara: únicamente las instituciones con horizontes de inversión intergeneracionales, a menudo denominadas "capital paciente", pueden permitirse considerar seriamente la formación de una cartera significativa de activos patrimoniales de primer orden.

Las inversiones en arte son ilíquidas y poco frecuentes. Los mecanismos de coordinación formal y de determinación de precios, o estructuras institucionales transparentes y reguladas, a los que están acostumbrados los inversores en los mercados financieros son escasos; la base de compradores y vendedores es una mezcla mundial muy fragmentada de actores en su mayoría no financieros; y los objetos de inversión en sí son muy heterogéneos. Cuando se tienen en cuenta las fuentes de rentabilidad procedentes del arte, la prima de iliquidez figura siempre en la parte superior de la lista, pero esto es acorde a la última tendencia en la gestión de fondos institucionales a largo plazo: un número cada vez mayor de fondos soberanos e inversores institucionales a largo plazo se están centrando en activos menos líquidos negociados en los mercados privados: *venture capital*, capital riesgo, préstamos bancarios, valores inmobiliarios, proyectos de infraestructura, plataformas petrolíferas y de gas, materias primas físicas, bosques maderables, etc.

Al igual que con estas clases de activos "alternativos", la prima de iliquidez que se puede obtener de la inversión en arte varía con el tiempo, pero la naturaleza y el origen de esta variación son únicos. En el lenguaje económico, el mercado del arte se caracteriza por una alta elasticidad de la demanda y una elasticidad nula de la oferta. En otras palabras, mientras que la oferta de arte de gran calidad es fija (solo hay un número determinado de cuadros de Rembrandt, Monet y Picasso), su demanda fluctuará en su mayor parte impulsada por los cambios en los niveles de ingresos y riqueza, así como por las tendencias y la moda. Los inversores institucionales a largo plazo que pueden combinar un profundo conocimiento del mercado del arte con un proceso de inversión riguroso y una disciplina de valoración estarán mejor posicionados para lograr esta prima de iliquidez variable a lo largo del tiempo.

Otra característica importante del arte desde el punto de vista de la inversión es que se trata de un activo "real" con valor de escasez, que se espera que aumente con el tiempo. Como veremos en el estudio de caso del BRPF, puede resultar útil para un inversor preocupado por la inflación y la desvalorización de las divisas. Pero, a largo plazo, son las tendencias seculares en la creación, difusión y distribución mundiales de la riqueza las que respaldan la inversión en arte. El proceso de globalización ha reducido la desigualdad entre ingresos y riqueza *entre los países* y, al mismo tiempo, la ha aumentado dentro de los países. Podría decirse que ambos fenómenos sirven de apoyo para la apreciación a largo plazo en el valor de los activos patrimoniales de alta calidad. A medida que las

economías de los mercados emergentes continúan generando un número cada vez mayor de millonarios y multimillonarios ávidos de símbolos de estatus y artículos de lujo, la creciente concentración de la riqueza en la parte superior de la pirámide en el mundo desarrollado inevitablemente se traducirá en una mayor propensión a adquirir únicas y valiosas obras de arte.

Sin embargo, no basta con entender los principales factores desencadenantes y fuentes de rentabilidad: también hay que considerar la trayectoria real y el perfil de riesgo/rentabilidad histórico del arte como clase de activo. Y aquí radica uno de los mayores obstáculos: resulta que no hay nada semejante a un "mercado del arte" ni "arte como clase de activo", sin duda, claves cuando se habla de las carteras desde una perspectiva de asignación de activos. Pero, una vez que profundizamos en detalle, descubrimos que la tarea no es tan simple. Existen varias categorías y subcategorías diferentes del "mercado del arte", que a menudo se comportan de manera muy diferente (p. ej., grandes maestros, impresionistas, arte moderno, arte de posguerra y arte contemporáneo). Además, dentro de estas categorías habrá significativas subcategorías en términos de escuelas y movimientos, sub-periodos, técnicas, etc.;<sup>4</sup> y todas estas diferencias se encuentran tan solo dentro de la amplia categoría de "bellas artes".<sup>5</sup> Esto plantea la pregunta: ¿cómo deberían definir los inversores los activos patrimoniales a efectos de su análisis?<sup>6</sup>

Dependiendo de cómo definamos la clase de activos, de qué datos utilizemos y de qué periodo consideramos, el perfil de riesgo/rentabilidad del arte y su desempeño en relación con otras clases de activos tendrá un aspecto muy diferente. Desde mediados de la década de los 70, una creciente literatura ha investigado la rentabilidad de la inversión en arte y sus conclusiones van desde los que la defienden con cautela hasta los muy escépticos. A efectos de este debate, vamos a utilizar el trabajo de dos parejas de eruditos muy respetados y de gran autoridad: (1) Los catedráticos Jianping Mei y Michael Moses de la Universidad de Nueva York<sup>7</sup>, que crearon

<sup>4</sup> Por ejemplo, dentro de la categoría de arte moderno, las pinturas y los dibujos de Picasso tendrán un precio diferente, según se trate de obras realizadas con la misma técnica, pero pertenecientes a sus diferentes "periodos".

<sup>5</sup> Las otras grandes categorías son "arte decorativo", "antigüedades" y "objetos de colección".

<sup>6</sup> En cierto modo, este desafío no es exclusivo del arte y, ciertamente, no es nuevo para los inversores institucionales activos en otras clases de activos alternativos. Por ejemplo, considere la definición de "capital privado": ¿se trata de la participación de capital en empresas no cotizadas que se encuentran en fase inicial de crecimiento o bien se trata de compras apalancadas de empresas maduras? ¿Qué ocurre con los "hedge funds"? ¿Son fondos de renta variable a largo/corto plazo que se centraron en valores guiados por sus fundamentales? ¿Son fondos de arbitraje de renta fija que se centran en el análisis de valor relativo entre y dentro de las diferentes curvas de rendimiento? ¿Son asesores macroeconómicos generales y de negociación de bienes tangibles (CTA) que se centraron en benchmarks y seguimiento de tendencias? Ambas expresiones pueden ser claves conceptuales útiles, pero para llegar a la definición analítica más adecuada para su cartera, los inversores tienen que realizar un extenso trabajo de fragmentación de la rentabilidad de las diferentes categorías y subcategorías dentro de ambas "clases de activos".

<sup>7</sup> Consulte su trabajo académico en Mei, J. and Moses, M. (2002) "Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces," *American Economic Review*, 92: 1656-1668.

## 11. Fondos soberanos y activos patrimoniales: la perspectiva del inversor

la familia de índices de inversión en arte más reconocida y utilizada y cuyo análisis se presenta principalmente desde una perspectiva estadounidense; y (2) Elroy Dimson y Christophe Spaenjers, de la Universidad de Cambridge y HEC Paris<sup>8</sup>, respectivamente, que analizan las inversiones en arte desde una perspectiva británica.

Durante los últimos cincuenta años, el índice Mei Moses World All Art y el índice bursátil S&P 500 han obtenido rentabilidades anuales compuestas aproximadamente equivalentes, mientras que en los últimos 25 años, el índice de arte tiene un rendimiento inferior al índice de renta variable. Sin embargo, en los últimos periodos de cinco y diez años, el arte ha obtenido mejores resultados que la renta variable. En muchos de estos periodos, el arte también tenía una volatilidad comparable; sin embargo, también tenía una liquidez mucho más baja que la mayoría del resto de activos financieros. Sin embargo, el factor decisivo es la correlación claramente baja entre el arte y otros activos, lo que sugiere que los activos patrimoniales pueden desempeñar un papel importante en la diversificación de carteras.<sup>9</sup>

Mediante el uso de un conjunto de datos diferente y un periodo de tiempo más largo, Dimson y Spaenjers (2014) llegan a conclusiones muy similares, con una excepción importante: a muy largo plazo (es decir, entre 1899 y 2012), la renta variable superó de forma muy importante al arte, tanto en términos nominales como en términos reales. Sin embargo, en función del riesgo (en términos nominales), el arte tuvo un rendimiento amplio, en línea con la renta variable.<sup>10</sup> Además, durante el mismo periodo, el arte superó sustancialmente a los bonos del Estado, las letras del Tesoro y el oro. Y las correlaciones por pares también fueron bastante convincentes: 0,22 con la renta variable; 0,08 con los bonos; 0,23 con las letras y 0,06 con el oro. Los autores consideraron oportuno observar que, debido a la falta de liquidez, los registros de volatilidad probablemente subestimaron el verdadero riesgo de las inversiones subyacentes en arte. Pero, incluso después de hacer los ajustes necesarios, la correlación entre el arte y la renta variable sigue siendo relativamente baja, de un 0,34, apoyando el papel del arte para la diversificación.

Así, desde una perspectiva puramente de inversión, el papel de una inversión significativa en activos patrimoniales como parte de una cartera institucional a largo plazo puede ser de tres tipos: (1) mejorar la rentabilidad esperada a largo plazo gracias a la obtención sistemática de liquidez y primas por escasez variables con el tiempo, exclusivas del mercado del arte; (2) mejorar la diversificación de la cartera y (3) ayudar a mitigar el impacto negativo de la inflación y/o depreciación de la moneda nacional (es decir, la preservación del poder adquisitivo real). Sin embargo, este debate no sería completo sin una consideración adecuada de los gastos y los riesgos asociados a la inversión en activos patrimoniales, de la cual identificamos cinco áreas específicas.

### Elevada estructura de costes

Hay dos tipos distintos de costes que deben ser analizados y abordados antes de tomar la decisión de invertir en arte: los costes de transacción y los de mantenimiento. No es ningún secreto que la compra y la venta de arte, ya sea a través de las casas de subastas o de comerciantes privados, es una propuesta costosa. Las primeras cobran normalmente una "prima" al comprador y una "comisión" al vendedor, que en total puede ascender a un 20-25 % del precio del activo. Los segundos, por su parte, añaden un significativo margen de ganancia y, a menudo, recompran los artículos con un gran descuento.<sup>11</sup> Sin embargo, el impacto de estos costes de transacción en los rendimientos netos anualizados está inversamente relacionado con el periodo de tenencia. Por lo tanto, un inversor a largo plazo que compra obras de arte cuidadosamente seleccionadas para mantenerlas en su cartera tiene una ventaja natural sobre un especulador a corto plazo que negocia dentro y fuera del campo del arte. Además, los grandes inversores institucionales con mucho dinero y asignaciones considerables en arte no solo tienen un considerable poder de negociación con respecto de las casas de subastas y de los marchantes, sino que también podrían permitirse formar equipos de expertos que estarían lo suficientemente informados y comunicados en el mundo del arte como para generar un flujo de operaciones fuera de los canales más tradicionales.

<sup>8</sup> Por ejemplo, Dimson, E. and Spaenjers, C. (2014) "The Investment Performance of Art and Other Collectibles," capítulo 10, Risk and Uncertainty in the Art World, editado por A. Dempster, Londres: Bloomsbury

<sup>9</sup> Los suscriptores premium pueden acceder a los datos de rendimiento detallados para la familia de índices de arte de Mei Moses en la base de datos gestionada por Beautiful Asset Advisors LLC, una empresa creada por los autores del índice del mismo nombre (enlace: <http://www.artasanasset.com/main/artinvesting.php>)

<sup>10</sup> En términos nominales, el arte produjo un rendimiento medio geométrico del 6,4 %, con una volatilidad del 13,2 %, frente al 9,4 % y al 21,6 % para la renta variable; en términos reales, las cifras respectivas fueron un 2,4 % y 12,4 %, frente a un 5,2 % y 19,8 %. La rentabilidad nominal ajustada al riesgo para el arte fue del 0,48, frente a la renta variable que fue del 0,44.

<sup>11</sup> Se puede pensar en las casas de subastas como un equivalente de las bolsas de valores organizadas que cobran comisiones muy elevadas, y en los marchantes de arte como equivalentes de los corredores de valores, con márgenes de oferta/demanda muy amplios.

El otro componente de la estructura de costes es exclusivo del arte: los gastos relacionados con la atribución, la restauración, el transporte, el almacenamiento, el seguro y el mantenimiento general de la colección. A diferencia de los costes de transacción, algunos de ellos son directamente proporcionales al periodo de tenencia. Sin embargo, además de la capacidad de negociación, que depende del tamaño y el alcance institucionales, puede haber otras formas de mitigar estos costes corrientes; por ejemplo, prestando algunas de las obras de arte a exposiciones y museos de prestigio, obteniendo así no solo algunos ingresos para sufragar los costes de mantenimiento, sino también aumentando el valor a largo plazo de las tenencias mediante la mejora de su procedencia. De hecho, esta estrategia fue implementada con éxito por el Fondo de Pensiones de los Ferrocarriles Británicos durante su incursión en el mercado del arte.

### Mercado opaco y no regulado

Los escépticos señalan, a menudo con razón, que el carácter opaco y no regulado del mercado del arte lo hace vulnerable a riesgos tales como falsificaciones, fraudes y estafas. Además, existen riesgos de manipulación de precios por personas con información privilegiada, obras de arte de procedencia dudosa y blanqueo de dinero. Como mínimo, esto indica que no se puede ser un inversor "casual" en el arte: cualquiera que esté considerando este mercado debe comprometerse plenamente a hacer las cosas adecuadamente o a no operar en él. Pese a que el mercado del arte plantea determinados desafíos únicos que solo pueden abordarse mediante la colaboración de expertos en diversos campos de especialización relacionados con el arte, los riesgos mencionados anteriormente en realidad no son desconocidos para los inversores en los mercados financieros más tradicionales. Basta recordar los fraudes contables y otras estafas en Enron, WorldCom y Parmalat, así como el caso Madoff. A pesar de estos episodios escandalosos, las inversiones institucionales en fondos de capital riesgo y hedge funds continúan aumentando. De hecho, se podría argumentar que, al igual que con los hedge funds, el aumento de la participación y la presencia institucional en el mercado del arte conduciría inevitablemente a la mejora de los estándares de las prácticas, a una mayor transparencia y a una mejor supervisión.

### Datos de rendimiento insuficientes y sesgados

Otra crítica muy extendida se centra en los datos a disposición del público, que son insuficientes, ya que no existen registros de los precios de las transacciones de los marchantes ni de las operaciones de ventas particulares en las casas de subastas; y parcial, ya que la rentabilidad está sobreestimada debido al sesgo de supervivencia, mientras que el riesgo está subestimado debido a la rentabilidad "suavizada" por la iliquidez. Se trata de preocupaciones legítimas que deben ser plenamente reconocidas y contabilizadas en cualquier análisis cuantitativo de los beneficios financieros del arte. Sin embargo, una vez más, estos problemas y retos no son exclusivos del arte y resultarían familiares a cualquier inversor institucional con inversiones en fondos de capital privado y fondos especulativos. Además, los índices de referencia para los activos ilíquidos negociados en los mercados privados, que se utilizan en estudios sobre inversión de activos, por lo general no son invertibles, lo cual es positivo: la inversión con gestores de *private equity* del primer cuartil es una experiencia muy diferente de la inversión en fondos de *private equity* medio. Asimismo, cualquier inversor institucional que decida invertir parte de su cartera en activos patrimoniales debería desarrollar la suficiente capacidad interna para reunir, con el tiempo, una colección de obras de arte cuidadosamente seleccionadas que tendrían poco que ver, ya sea en la composición o en los beneficios financieros, con los índices de inversión en arte.

### Ausencia de un modelo fundamental de precios

Una inversión en arte no produce un flujo de ingresos. Mientras que las acciones producen dividendos, los bonos pagan cupones y las propiedades generan alquileres, las inversiones en arte son, en cierto modo, similares al oro, con la complicación añadida de ser incluso menos líquidas y menos homogéneas. Esto presenta un reto para encontrar un marco de valoración apropiado y un modelo de precios fundamental para el arte. La identificación de las burbujas y la medición de valoración incorrecta son, a menudo, difíciles, incluso con las clases de activos de generación de ingresos que se prestan a la modelización fundamental a largo plazo. Esto es un reto aún más grande en el caso de los activos patrimoniales. Todo ello apunta a las limitaciones de los análisis cuantitativos cuando se aplican al arte, y sugiere que existe una prima a largo plazo de conocimiento, pericia y experiencia cualitativa de esos especialistas en arte que han pasado muchos años centrados en sus respectivos nichos. Para cualquier inversor institucional que considere una inversión en arte, encontrar y retener esos conocimientos es absolutamente esencial para el éxito a largo plazo.

## 11. Fondos soberanos y activos patrimoniales: la perspectiva del inversor

### Tamaño de mercado limitado y restricciones de capacidad

Algunos analistas se oponen a la inversión institucional en arte con el argumento de que el mercado es demasiado pequeño para absorber inversiones de tamaño institucional. Advierten que, si bien puede ser lo suficientemente grande para los particulares con un elevado patrimonio, oficinas de gestión de patrimonios familiares y bancos privados, cualquier inversión significativa de un fondo que administra cientos de miles de millones de dólares en activos incurrirá rápidamente en graves restricciones de capacidad. ¿En qué medida es importante este problema? Analicemos en primer lugar algunas estimaciones sobre el tamaño real del mercado del arte. Según TEFAF (2015), en términos del valor añadido de las transacciones, el mercado del arte mundial alcanzó un total de poco más de 51.000 millones de euros (aprox. 68.000 millones de dólares)<sup>12</sup> en 2014, que es el más alto de la historia, lo que representa una tasa de crecimiento acumulado del 110 % con respecto a la década anterior. Como se ha mencionado anteriormente, las estimaciones del ciclo medio con opción de compra-venta en el mercado del arte oscilan entre 20 y 40 años. Por lo tanto, sobre la base de algunos supuestos muy simplificados, el total de la capitalización del mercado del arte puede estimarse (de manera muy aproximada y provisional) entre 1 y 2 billones de euros.<sup>13</sup>

Si defendiéramos las inversiones en arte para todo tipo de inversores institucionales en todos los ámbitos, entonces la estimación anterior indicaría graves restricciones de capacidad. Pero, como dijimos claramente al principio de este artículo, la inversión en arte no es para todo el mundo. Por lo tanto, si tuviéramos que limitar dichas inversiones a algunos países e instituciones, y si asumiéramos el crecimiento continuo a largo plazo del tamaño del mercado del arte, entonces el reto de la capacidad del mercado ya no debería ser tan desalentador. Además, dado que la inversión institucional en arte debe diversificarse necesariamente en términos generales, la capacidad en cuestión abarca una gama muy amplia de categorías y segmentos del mercado del arte. Por último, un gran inversor institucional puede optar por ampliar la definición y el alcance de dicha inversión e incluir todos los tipos de activos patrimoniales, incluidos negocios adyacentes y áreas relacionadas; por ejemplo, acciones de las casas de subastas que cotizan en bolsa, participaciones de capital privado en los galeristas de arte, participaciones de titularidad en las propiedades y la infraestructura relacionadas con el arte, propiedad intelectual y derechos de publicación, etc. Dicha redefinición tiene el potencial de aumentar vertiginosamente la capacidad de las inversiones institucionales en activos patrimoniales.

### ¿Qué podemos aprender del caso del British Rail Pension Fund?<sup>14</sup>

El estudio de caso del Fondo de Pensiones de los Ferrocarriles Británicos es importante para nuestro debate; en primer lugar, porque todavía es el único ejemplo real de un inversor institucional a largo plazo que toma la decisión deliberada y bien razonada de invertir una parte de su cartera en obras de arte. Pero existe una dimensión adicional en este caso, que lo hace particularmente interesante con respecto a los fondos soberanos y los fondos de pensiones públicos. En 1974, cuando el BRPF comenzó a invertir en arte, su patrocinador, los Ferrocarriles Británicos, era una entidad unificada, controlada por el Estado, responsable de todos los aspectos del funcionamiento de los servicios ferroviarios nacionales en todo el Reino Unido. En ese momento era uno de los fondos de pensiones más grandes del país, con un valor total de activos de casi mil millones de libras (2.400 millones de dólares).<sup>15</sup> Las pensiones del fondo se describirían hoy como prestaciones definidas, con indexación por inflación. Es importante destacar que se trataba de un fondo en crecimiento, con unos ingresos anuales netos de aproximadamente 50 millones de libras (120 millones de dólares) y un total de ingresos de inversión y contribuciones de los empleados activos muy por encima del desembolso de pensiones a los empleados jubilados. En otras palabras, era un fondo del sector público, uno de los más grandes del país, con entradas anuales netas de efectivo y el correspondiente horizonte de inversión a largo plazo.

Para entender lo que impulsó a los gestores del BRPF a considerar la inversión en arte, tenemos que pensar de nuevo en el entorno macroeconómico y financiero extremadamente complicado de mediados de la década de 1970. A raíz de la crisis del petróleo provocada por la OPEP en 1973, la inflación se disparó, los mercados de bonos y acciones se derrumbaron, la propiedad comercial recibió un duro golpe y la libra esterlina sufrió una rápida depreciación. Para los inversores institucionales que buscan protección contra la inflación y la preservación del capital, los títulos indexados no estaban aún disponibles, mientras que no se permitía ni practicaba la compra y almacenamiento de materias primas. A medida que los gestores del BRPF buscaban activos con perspectivas razonables de lograr un crecimiento a largo plazo al menos igual a la inflación, se les ocurrió la novedosa (y controvertida) idea de invertir en obras de arte. Creían que su perfil de activos era una buena opción para el perfil pasivo del fondo, ofreciendo cobertura frente a la inflación y los reajustes cambiarios.

<sup>12</sup> Utilizando el tipo de cambio promedio EUR/USD de 2014 de 1,3291.

<sup>13</sup> Recientemente, el economista estadounidense Nouriel Roubini estimó que el tamaño total del mercado del arte se acercaba al billón de dólares (<http://www.economonitor.com/nouriel/2015/02/11/why-art-is-an-asset-class/>). A la luz de nuestros cálculos informales, se trata de una estimación conservadora.

<sup>14</sup> El estudio de caso de BRPF se basa en Eckstein (2010).

<sup>15</sup> Tras aplicar un ajuste por inflación desde 1974, en las libras esterlinas actuales esto sería equivalente a casi 11 mil millones de GBP (o 16 500 millones de USD, utilizando el tipo de cambio de mayo de 2015).

Tabla 4

## Rentabilidad financiera para seleccionar colecciones de la inversión en obras de arte del BRPF

Colección	% del fondo	Fecha de desinversión	Ubicación	TIR anual	Rentabilidad real
Grabados de maestros antiguos	2,0 %	Junio 1987	Londres	11,0 %	2,5 %
Libros y manuscritos	10,0 %	Septiembre 1988	Londres	8,7 %	0,9 %
Impresionistas	10,2 %	Abril 1989	Londres	21,3 %	12,9 %
Cuadros de maestros antiguos	29,9 %	Diciembre 1994	Londres	12,8 %	5,6 %
		Julio 1995	Londres	6,9 %	1,3 %
		Julio 1996	Londres	5,4 %	negativas
		Enero 1997	Nueva York	6,8 %	0,5 %

Fuente: Eckstein (2010)

Con el fin de tener acceso al asesoramiento de expertos, los fideicomisarios y gestores del BRPF colaboraron estrechamente con Sotheby, pero procuraron estructurar esa colaboración de una manera que ayudara a mitigar los posibles conflictos de interés. En concreto, para mantener el proceso de toma de decisiones en condiciones de competencia, se creó una empresa intermediaria independiente, que tenía su propio experto en arte generalista, que dirigió un grupo de expertos procedentes de Sotheby y de otras partes, que realizasen las recomendaciones de compra y las estrategias de venta. Los empleados y agentes de la empresa intermediaria tomaban decisiones confidenciales, con arreglo al asesoramiento del grupo, sobre si querían hacer una adquisición particular, y a qué precio. Efectivamente, la empresa intermediaria independiente interpretó el papel de amortiguador o "cortafuegos" entre Sotheby y el fondo. Además, se realizaron compras no solamente en Sotheby, sino en una amplia gama de casas de subastas y galerías y, en ocasiones, de forma privada.

El ciclo completo de la experiencia del BRPF en el mercado del arte abarca un cuarto de siglo: la primera inversión se realizó a finales de 1974, mientras que la desinversión final se completó en diciembre de 2000. Este ciclo puede dividirse más a fondo en tres sub-periodos distintos: adquisición, gestión de la colección y desinversión. El periodo de adquisición duró desde 1974 hasta 1980, momento en el que el importe total invertido en obras de arte representaba algo menos del 3% de los activos totales del fondo. Se hizo un esfuerzo deliberado para diversificar en un amplio espectro de áreas clave de colección, pero con una excepción, Arte Moderno, que se percibía como potencialmente volátil y arriesgado. Además, los gestores del fondo trabajaron para crear colecciones representativas bien delimitadas dentro de cada categoría de colección, con arreglo a la opinión de que podrían lograrse sinergias financieras mediante la inserción cuidadosa de las obras de arte en colecciones bien equilibradas que valen más en conjunto que como obras individuales sin un tema coherente. La estrategia de inversión fue comprar obras de la mejor calidad disponible en el mercado.

## 11. Fondos soberanos y activos patrimoniales: la perspectiva del inversor

En 1980, el fondo había completado su programa de adquisición, que se había limitado a 40 millones de libras, y entró en la fase de gestión de la colección, que duró hasta 1987. El BRPF poseía aproximadamente 2.400 obras de arte, que se extendían a través de una amplia gama de categorías que abarcaban áreas tan diversas como pinturas, dibujos y grabados de maestros antiguos, arte impresionista, arte chino, así como libros y manuscritos únicos, antigüedades, muebles, plata y muchas otras. A pesar de los grandes esfuerzos de los gestores, la inversión en arte resultante fue irregular: mientras que algunas colecciones estaban bien delimitadas y completas, otras estaban aún relativamente fragmentadas y eran poco sistemáticas. Un total de siete colecciones básicas representaban más de tres cuartas partes de la totalidad de la dotación en términos de valor, mientras que el resto apenas comprendía una amplia gama de colecciones menores.

En términos generales, hay dos aspectos de la gestión de la colección durante este periodo. En primer lugar, a pesar de que la fase de adquisición activa se había completado, los gestores del fondo de vez en cuando se aprovechaban de las oportunidades que se presentaban para "negociar" y actualizar la colección, mediante la venta de algunas de las obras menores adquiridas previamente y la compra de obras de mejor calidad. En segundo lugar, con el fin de minimizar los gastos del seguro y los gastos de conservación, prestaron activamente obras de arte de sus colecciones a museos del Reino Unido y del extranjero. Durante la década de 1980, entre el 30 % y el 40 % de la recaudación total en términos de valor de la colección fue en calidad de préstamo en un momento dado. Esto también ayudó a mejorar la procedencia de las obras de arte, aumentando su valor a largo plazo. En 1987, los fideicomisarios decidieron comenzar a planificar la desinversión de la cartera de arte, que se llevó a cabo un poco antes de lo que se había previsto en un principio, pero que había sido impulsada en parte por su creencia de que a finales de los 80 los elevados precios del mercado del arte representarían un oportunidad de salida excelente.<sup>16</sup>

El periodo de desinversión se prolongó desde 1987 hasta 2000, y el grueso de las ventas se produjo entre 1988 y 1990. Dado que las condiciones del mercado se deterioraron a principios de los 90, el programa de venta fue suspendido temporalmente. En 1994, cuando el mercado del arte recuperó su antigua fortaleza, la venta se reanudó, momento en el que las obras de arte restantes

representaban menos del 1% del valor de la cartera global. En diciembre de 2000, todas las ventas de las obras de arte se habían completado y el beneficio total ascendió a 168 millones de libras, lo que representaba una TIR global nominal del 11,3% o del 4% anual en términos reales. La tabla 4, a continuación, ofrece una visión más detallada de la rentabilidad financiera tras la venta de algunas colecciones que constituían la inversión en arte.

Así pues, ¿qué lecciones podemos aprender de la experiencia del BRPF con la inversión en obras de arte? En primer lugar, es importante reconocer que el principal objetivo financiero de la inversión global en arte, obtener beneficios a largo plazo superiores a la inflación, se logró con éxito. También en el lado positivo, el caso del BRPF ofrece a los inversores institucionales que puedan estar interesados en los activos patrimoniales algunos modelos útiles respecto a:

- (1) tener acceso a los conocimientos del mercado del arte al mismo tiempo que se gestionan los posibles conflictos de interés;
- (2) desarrollar colecciones bien delimitadas través de varios segmentos diferentes del mercado del arte;
- (3) gestionar de forma eficiente las colecciones a través de actualizaciones oportunistas y del préstamo de obras de arte;
- (4) mantener la flexibilidad en la estrategia de desinversión y su momento.

En el lado negativo, Eckstein (2010) reconoce la naturaleza algo 'sobre-diversificada', sesgada y fragmentada de la inversión global. El fondo podría haber generado resultados financieros aún mayores centrando sus esfuerzos y "capacidad" financiera en la creación de colecciones cada vez más profundas en las áreas básicas (p. ej., los antiguos maestros y los impresionistas), en lugar de expandir los límites y diversificarse en las áreas menos comunes y poco comercializadas (p. ej., arte de Oceanía y arte tribal africano). Una crítica relacionada tiene que ver con el número total de obras, que al sumar 2.400 piezas individuales era demasiado difícil de manejar. Centrarse en un número menor de obras de mayor calidad en las categorías fundamentales no solo ayuda a reducir los costes administrativos de conservación y de custodia, sino que también aumenta la proporción de la colección que puede prestarse de manera rentable a prestigiosos museos y exposiciones, mejorando aún más la procedencia de la asignación.

<sup>16</sup> Otra razón fue el desarrollo de un mercado de primer orden vinculado a la inflación, que podría utilizarse para una cobertura de inflación más específicamente orientada.

## Catar y Abu Dabi: Estrategias para dominar el arte mundial.

Los fondos soberanos y, más concretamente, las familias reales y las élites gobernantes de Medio Oriente se están estableciendo como relevantes centros de arte y comienzan a competir con las principales instituciones culturales occidentales. Catar y Abu Dabi están interesados en la conservación de su patrimonio cultural y, además, en llevar a sus territorios obras artísticas que van desde la historia antigua hasta las expresiones más disruptivas del arte contemporáneo.

En el caso de Abu Dabi, la Autoridad de Turismo y Cultura de Abu Dabi (TCA Abu Dhabi) es la institución que ha realizado los movimientos más destacados. A través de TDIC, una empresa de inversión, la Autoridad desarrolla proyectos en destinos turísticos, culturales y residenciales. Algunos de estos proyectos, diseñados por arquitectos premiados con el Pritzker, incluyen el Louvre Abu Dhabi, el Museo Nacional de Zayed y el Guggenheim de Abu Dabi. El Louvre Abu Dhabi surgió de un acuerdo intergubernamental con Francia, específicamente con la Agencia France-Muséums, que asesora y ayuda en la ejecución. El museo, diseñado por Jean Nouvel y cuya apertura está prevista en diciembre de 2015, cuenta, como parte del acuerdo, tanto con obras de propiedad, incluidas adquisiciones recientes como un retrato de Washington del artista Gilbert Stuart por una suma no revelada<sup>17</sup>, como préstamos de museos franceses. Por su parte, el Guggenheim de Abu Dabi abrirá sus puertas en 2017, cinco años más tarde de lo inicialmente previsto en 2007. El museo, diseñado por Frank Gehry, es el mayor de los cuatro "Guggenheims" del mundo y su colección de arte abarcará desde la década de 1960 hasta nuestros días. Junto con el Louvre y el Zayed, estos tres museos centrales reflejan perfectamente la fuerte apuesta por el arte realizada por el Emirato.

Catar y, en concreto, la familia gobernante Al-Thani ya son conocidos como los compradores de arte más poderosos del mundo. La hermana del Emir de Catar, de treinta y dos años de edad, la Sheikha Mayassa Al Thani fue una de las 100 mujeres más poderosas del mundo en 2014 según Forbes. Conocida como la "reina del mundo del arte", está perfilando el futuro creativo de Catar. Preside la Autoridad de Museos de Catar, el organismo gubernamental de coordinación y ejecución de una estrategia ambiciosa para posicionar a Catar como una fuerza matriz artística. En 2008, esta "instigadora cultural" inauguró el Museo de Arte Islámico (MIA) en Doha, que acoge pinturas, piezas de cerámica, manuscritos, vidrio, etc., que abarcan 1.400 años de arte islámico de tres continentes. También se fundó el MATHAF (Museo Árabe de Arte Moderno).

No solo se incluye el arte en la estrategia seguida por la Sheika, sino que ésta fundó, además, el Instituto de Cine de Doha. El movimiento estratégico impulsado por la Autoridad de Museos de Catar incluye un Museo Olímpico y del Deporte en Catar (no por casualidad, ya que Catar tiene como objetivo albergar el Mundial de fútbol de 2022 y quizá, algún día, logre ser la sede de los Juegos Olímpicos).

Volviendo al arte, Catar acoge reuniones de alto nivel con distribuidores, coleccionistas y comisarios de primer orden que viajan con frecuencia a la Corniche de Doha, que se está convirtiendo en un destino cultural por derecho propio. Entre las adquisiciones de pintura más famosas realizadas por los cataríes (según las estimaciones, han comprado arte valorado en mil millones de dólares durante los últimos 10 años)<sup>18</sup> se encuentran el "Centro blanco" de Rothko, con un valor de 72,8 millones de dólares, una vitrina de farmacia de Damien Hirst con un valor de 20 millones de dólares, en ese momento el precio más alto pagado nunca por la obra de un artista vivo, ambos en 2007; muy lejos de los 250 millones de dólares pagados por "Los jugadores de cartas" de Cézanne en 2011<sup>19</sup>, y se rumorea que se pagaron cerca de 300 millones de dólares por el óleo sobre lienzo de Gauguin "Nafea Faa Ipoipo (¿Cuándo te casas?)" en enero de 2015, el precio más elevado pagado nunca por un cuadro<sup>20</sup>.

En resumen, Catar y Abu Dabi compiten por transformarse en centros financieros, logísticos y de la industria aeroespacial. El arte se está convirtiendo en la nueva frontera de competencia de estos pequeños pero cada vez más influyentes países del Golfo.

\* El autor de este cuadro es Javier Capapé, ESADEgeo.

## ¿Cómo podría implementarse hoy día una inversión institucional en arte?

Aunque el caso del BRPF constituye un punto de referencia muy útil para un inversor institucional, han pasado quince años desde la finalización de su programa y ha habido muchos cambios desde entonces, tanto en el mundo del arte como en los mercados financieros. Se han desarrollado nuevas técnicas e instrumentos financieros, incluyendo la titulización y los contratos de derivados a medida, mientras que el interés en el arte como clase de activo ha aumentado notablemente entre los particulares ricos y las oficinas de gestión de patrimonios familiares. Los bancos ofrecen préstamos presentando como garantía obras de arte, y también han surgido fondos especializados, diseñados específicamente para invertir en

<sup>17</sup> "The Louvre Abu Dhabi Buys a Washington Portrait by Stuart", 6 de febrero de 2015. Se puede consultar en: <http://www.wsj.com/articles/the-louvre-abu-dhabi-buys-a-washington-portrait-by-stuart-1423256538>

<sup>18</sup> "Qatar's culture queen", 3 de marzo de 2012. The Economist. Se puede consultar en: <http://www.economist.com/node/21551443>

<sup>19</sup> "Qatari Riches Are Buying Art World Influence", 22 de julio de 2013. The New York Times. Se puede consultar en: [http://www.nytimes.com/2013/07/23/arts/design/qatar-uses-its-riches-to-buy-art-treasures.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2013/07/23/arts/design/qatar-uses-its-riches-to-buy-art-treasures.html?_r=1)

<sup>20</sup> "Gauguin Painting Is Said to Fetch \$300 Million", 5 de febrero de 2015. The New York Times. Se puede consultar en: <http://www.nytimes.com/2015/02/06/arts/design/gauguin-painting-is-said-to-fetch-nearly-300-million.html>

## 11. Fondos soberanos y activos patrimoniales: la perspectiva del inversor

arte, aunque con resultados dispares y, hasta ahora, con un futuro incierto. En cualquier caso, no cabe duda de que el mundo del arte y de las finanzas se han ido acercando, con conexiones y vínculos nuevos y diversos. Podría decirse que, en la actualidad, un inversor institucional que esté pensando en invertir en activos patrimoniales se encuentra en una posición mucho más favorable que hace quince años, y ya no digamos en la década de los setenta.

Al analizar los aspectos prácticos de diseño e implementación de un programa de inversión en arte institucional hoy en día, existen tres grandes principios que consideramos imprescindibles para el éxito a largo plazo. En primer lugar, es importante reunir un equipo interno dedicado a invertir directamente en arte y activos patrimoniales relacionados, con el apoyo de asesores externos seleccionados cuyos intereses se hayan compatibilizado completa y explícitamente con el fondo. Si nos fijamos en la evolución de la inversión institucional en capital privado o hedge funds, existe un patrón: los institucionales suelen comenzar con inversiones en los fondos como "socios limitados"; a continuación, pasan a las inversiones en operaciones selectas y co-invierten junto a los "socios generales", para pasar, en un último paso, a las inversiones directas a través de equipos internos, ya sea totalmente por su cuenta o en colaboración con otras instituciones similares. No hay ninguna razón por la que los fondos soberanos y los inversores institucionales a largo plazo deban pasar por el mismo ciclo con respecto a la inversión en arte: simplemente sería demasiado caro e ineficiente. Sin embargo, siempre y cuando se decidan a invertir en activos patrimoniales, deberían empezar desde el primer día por el establecimiento de un fuerte equipo interno, con el apoyo de unos asesores externos selectos. Esto les permitirá ahorrar costes, alinear intereses y les proporcionará la flexibilidad necesaria con respecto a los vehículos, las estructuras y los horizontes de inversión.

En segundo lugar, los inversores institucionales deberían considerar un enfoque de colaboración desde el principio, tanto a nivel interno como externo. Si optan por ampliar la definición y el alcance de los "activos patrimoniales" para incluir negocios, propiedades e infraestructura adyacentes, el equipo interno deberá colaborar con sus compañeros en el departamento de capital privado (p. ej., en lo que concierne a las operaciones que impliquen a intermediarios y galerías de arte privados) y en el departamento de bienes inmobiliarios/infraestructura (p. ej., en lo que concierne a las operaciones que tienen que ver con propiedades relacionadas con el arte y las empresas de prestación de servicios). Externamente, los inversores institucionales a largo plazo, en general, y los fondos soberanos de Abu Dabi, Catar y Singapur, en particular, deberían

considerar asociarse con homólogos soberanos en algunos de los países del viejo mundo ricos en activos patrimoniales, pero con menor nivel de efectivo. Entre estos últimos, destacan tres países en particular: Francia, Italia y Rusia. Los tres tienen museos y galerías de arte universales de primer orden, con una inmensa mayoría de los activos patrimoniales guardados bajo llave en cámaras de seguridad y no obtienen ingresos; los tres experimentan un limitado espacio fiscal para apoyar el arte y la cultura; y los tres tienen fondos soberanos de tipo catalizador (Fondo Strategico Italiano, el francés CDC International Capital y Russia Direct Investment Fund), diseñados para atraer capital extranjero a largo plazo en la economía nacional.

Por último, los principales beneficios de incluir activos patrimoniales en la cartera provienen principalmente de la disciplina de aplicar un proceso de inversión riguroso para orientar las decisiones de compraventa en el tiempo. Después de todo, al igual que en otras áreas de inversión, el secreto del éxito a largo plazo es comprar barato y vender caro. Si un inversor institucional logra la disciplina suficiente para mantener los pies sobre la tierra en épocas de bonanza y valoraciones exageradamente altas; mientras despliega ese efectivo con decisión y de manera agresiva en tiempos de crisis, adquiriendo obras de arte a precios muy bajos, su capacidad de ganar la prima de iliquidez y escasez se incrementará drásticamente. Pero en la actualidad, para un inversor institucional grande y sofisticado con un equipo interno fuerte y asesores externos especializados, no hay absolutamente ninguna razón por la que deba limitarse al antiguo método de comprar exclusivamente a través de las casas de subastas y los marchantes de arte. Existe un gran beneficio potencial en la creatividad y la innovación.

Por ejemplo, los fondos soberanos y los inversores institucionales a largo plazo con programas de inversión en arte podrían trabajar con los bancos privados que hayan establecido un negocio de préstamo de arte y que puedan estar interesados en transferir algo del riesgo de sus balances a los compradores. Se ha sugerido utilizar contratos de derivados (p. ej., permutas de incumplimiento crediticio de arte) o técnicas de titularización (préstamos respaldados por colecciones de arte), lo que podría abrir una nueva fuente de flujos de transacciones potenciales y de adquisición de arte fuera de los canales más tradicionales del mercado. Esto también generaría ingresos regulares, ayudando a compensar algunos de los costes de conservación y de mantenimiento. Asimismo, estos tipos de productos innovadores tendrían externalidades positivas, en el sentido de que mejorarían la liquidez y la eficiencia del mercado del arte en su conjunto.





Anexo.

Ranking ESAD Egeo

Fondos soberanos 2015









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
- **Patrick Schena** Profesor Asociado, The Fletcher School, Tufts University  
Investigador Principal y Copresidente de SovereignNET, The Fletcher School, Tufts University
- **Andrew Rozanov** Investigador Asociado de Economía Internacional,  
Chatham House
- **Javier Capapé** Investigador, ESADEgeo, ESADE Business School  
Investigador Asociado, The Fletcher School, Tufts University
- **Tomás Guerrero** Investigador, ESADEgeo, ESADE Business School  
Director de la oficina de Madrid, Instituto Halal  
Investigador Asociado, The Fletcher School, Tufts University
- **José María Fuentes**, Ex Sub-Secretario de Fondos Soberanos,  
Fondo Monetario Internacional
- **Marc Garrigasait** Presidente y Director de Inversiones, Koala Capital Sicav  
y Panda Agriculture & Water Fund
- **Juergen Braunstein** PhD Candidate, London School of Economics  
Investigador Asociado, The Fletcher School, Tufts University
- **Neeraj Prasad** PhD Candidate, The Fletcher School, Tufts University
- **Ravi Shankar Chaturvedi**, Investigador y Director del Programa Planet eBiz,  
The Fletcher School, Tufts University

#### Análisis, Coordinación y Contacto

**Javier Capapé** (javier.capape@esade.edu)

**Tomás Guerrero** (tomas.guerrero@esade.edu)

#### Infografías y diseño

**Samuel Granados** (Cubiertas)

**Yolanda Clemente** & **Irene de la Torre** (Gráficos)

**Covadonga Fernández** (Infografías)

Catálogo de publicaciones de la AGE: <http://publicacionesoficiales.boe.es>

NIPO (papel): 726-15-061-1

NIPO (en línea): 726-15-062-7

DL: M-29867-2015