

National Wealth Funds

PABLO FERRARA*

El presente trabajo realiza una somera aproximación al sistema de “Fondos Nacionales de Inversión” y “Fondos Soberanos de Inversión” a fin de ilustrar una alternativa administrativa a la riqueza hidrocarburífera del yacimiento no convencional de Vaca Muerta en la República Argentina.

PALABRAS CLAVES: Vaca Muerta; Fodos Soberanos de Inversión.

The present work makes a brief approach to the system of "National Investment Funds" and "Sovereign Investment Funds" in order to illustrate an administrative alternative to the hydrocarbon wealth of the unconventional Vaca Muerta basin in the Argentine Republic.

KEY WORDS: Vaca Muerta, Sovereign Wealth Funds.

1. Introducción

El presente trabajo realiza una somera aproximación al sistema de “Fondos Nacionales de Inversión” y “Fondos Soberanos de Inversión” a fin de ilustrar una alternativa administrativa a la riqueza hidrocarburífera del yacimiento no convencional de Vaca Muerta en la República Argentina.

2. Antecedentes

Los “Fondos Nacionales de Inversión” (“*National Wealth Funds*” o NWFs) son una subcategoría de los “Fondos Soberanos de Inversión” (“*Sovereign Wealth Funds*”), definidos en el 2005 por (el analista de la *City of London*) Andrew Rozanov como “fondos de inversión propiedad de un Estado, compuestos por activos de calidad financiera (activos, bonos, acciones, etc.)”.² Ahora bien, la evolución de la germinación de los NWFs se remonta al comienzo del proceso de descolonización y reconocimiento de la soberanía nacional de los recursos naturales posterior a la Segunda Guerra Mundial y se consolida de la mano de la afirmación de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) como actor del mercado petrolero mundial en los 1970s. En efecto, ha sido particularmente habitual que las empresas productoras y exportadoras de productos “básicos” (i.e., *commodities*) –el petróleo, entre ellos- terminen en manos de los “países en vías de desarrollo” (*developing countries*), ya sea desde sus orígenes o

* El Dr. Pablo Ferrara es Rajawali Fellow del Ash Center en Harvard Kennedy School of Government. Se doctoró en la Universidad de California en Berkeley y fue Max Planck Fellow en integración energética regional. Es Of Counsel del Estudio O’Farrell y consultor en el Honorable Congreso de la Nación Argentina.

² Bazoobandi, S., 2013, p. 1.

mediante procesos de estatización; así, aproximadamente doce (12) empresas estatales controlan las tres cuartas partes de las reservas de petróleo del mundo en la actualidad.³

Por su parte, los aumentos de los precios de los *commodities* durante las últimas dos décadas llevaron a los gobiernos a experimentar un salto considerable en los ingresos estatales. Los ingresos petroleros aumentaron en un 561 por ciento para los principales países exportadores entre 1992 y 2006.⁴ Con el aumento de los precios del petróleo, los países que dependen exclusivamente de dichos recursos trataron de evitar los errores cometidos en los años setenta. En ese momento, los activos asociados con el auge mundial de los *commodities* fueron en gran medida desperdiciados. Al igual que con las corporaciones de inversión de reserva,⁵ la experiencia pasada ha servido para sacudir a los encargados de formular políticas para que creen y utilicen fondos para captar el valor de los precios de mercado. Los tecnócratas y los encargados de formular políticas han tomado conciencia de la utilidad de convertir los activos físicos “en el terreno” en activos financieros. La base de la institucionalización financiera de los activos de recursos tiene tres componentes.⁶

En primer lugar, los gobiernos han tratado de suavizar el consumo para manejar futuras crisis de precios de los recursos. Los volátiles ingresos de los *commodities* tienen un impacto negativo en el crecimiento de los países ricos en recursos. La fluctuación de los ingresos hace extremadamente difícil perseguir una política prudente, especialmente a largo plazo, lo que a su vez agrava otros problemas en las economías de recursos.⁷ Así, por ejemplo, el establecimiento de los fondos soberanos de Noruega se basó en los posibles costos a corto plazo de la utilización de los ingresos para la estabilidad macroeconómica, característica que es compartida por muchas economías de base. Para las economías pequeñas, el volumen y la volatilidad de los ingresos de los recursos representan una amenaza para la estabilidad económica interna. Al secuestrar una parte de los ingresos en un fondo soberano, los países pueden facilitar los precios de mercado a largo plazo. En este sentido, los países no han establecido fondos soberanos porque son ricos en recursos; establecieron fondos soberanos porque ser una economía dependiente de los recursos significa que sus sociedades (o la estructura política del país) son vulnerables a los cambios en el mercado mundial de productos básicos.

En segundo lugar, se atribuyen la identificación de las consecuencias adversas de las ganancias no ganadas al deterioro del sector manufacturero.⁸ Como es señalado por algunos autores, este problema incluye “una moneda sobrevaluada que impide las exportaciones no primarias y quizás también las exportaciones totales y una fuerte dependencia de los recursos naturales”.⁹ Así, el Ministerio noruego de Finanzas argumentó que la riqueza de los recursos distorsiona la economía, descontando el valor

³ Harris, B. 2009, p. 19.

⁴ USA. *US Government Accountability Office.*, 2008.

⁵ Ver Balding, C., 2012, p. 3.

⁶ Auty, R. M., and Mikesell, R. F., 1998.

⁷ Stevens, P., 2003.

⁸ Corden, W. M., 1984.

⁹ Traducción propia. Gylfason, T. 2001, pp. 299.

de la agricultura y la industria así como los beneficios de la educación para el capital humano individual a largo plazo y el desarrollo social. Por lo tanto, un SWF se estableció en Noruega como una política diseñada para evitar “la maldición de la riqueza de los recursos”. En este sentido, los patrocinadores de SWFs buscan gestionar mejor su posición competitiva en la economía global.

En tercer lugar, en los países con ingresos sustanciales de exportaciones y escalas provenientes de recursos excesivos, los encargados de formular políticas están cada vez más preocupados por la equidad intergeneracional.¹⁰ Lo que está en cuestión es cuánto de los recursos naturales de un país deben ser gastados por la generación actual y cuánto se debe ahorrar para las generaciones futuras:

¿Cuánto del mundo -o la dotación de recursos no renovables de un país- es justo que la generación actual se consuma y cuánto debería ser para las generaciones venideras que no tienen voz activa en las decisiones contemporáneas? Las generaciones actuales no están necesariamente obligadas a ahorrar los recursos reales. Por el contrario, pueden estar obligados a garantizar que la capacidad productiva de los recursos actuales se comparte entre las generaciones: si la capacidad productiva debe transmitirse a través de generaciones en forma de depósitos minerales o bienes de capital o conocimientos tecnológicos es más una cuestión de eficiencia que de la equidad.¹¹

Por esta razón, los fondos soberanos se presentan como una herramienta para gestionar compromisos con las generaciones futuras en un mundo incierto. La lógica detrás de este estallido del fortalecimiento institucional puede explicarse de la siguiente manera: *los factores principales que determinan el éxito de los exportadores minerales son menos probables de ser técnicos y más propensos a relacionarse con la economía política de la gestión de los alquileres.*¹² De hecho, la riqueza de los recursos ejerce la estructura y la forma de las relaciones entre el gobierno, las corporaciones y la sociedad civil.¹³ En efecto, *a medida que las tradiciones políticas modelan el uso de las rentas petroleras, las rentas conforman la economía política de las naciones exportadoras de petróleo.*¹⁴ En el pasado, las instituciones nacionales débiles hicieron que los países ricos en recursos no pudieran soportar los efectos de la volatilidad de los precios del petróleo y otros choques macroeconómicos.¹⁵ La vulnerabilidad puede resultar en tasas de crecimiento económico claramente más bajas de lo esperado, como fue el caso en los años 1970s. Dada la oportunidad nuevamente, los estados han respondido creando fondos de mercancías y estabilización para prevenir crisis similares. Los fondos de financiación ayudan a los países a gestionar los alquileres, restableciendo cierta estabilidad y, de hecho, autonomía para los países ricos en recursos que han visto su posición en la economía global cambiar debido a factores ajenos a su control. En consecuencia, desde

¹⁰ Fasano, U., 2000.

¹¹ Traducción propia. Solow, R. M., 1986, pp. 141–142.

¹² Eifert, B., Gelb, A., and Tallroth, N. B., 2002.

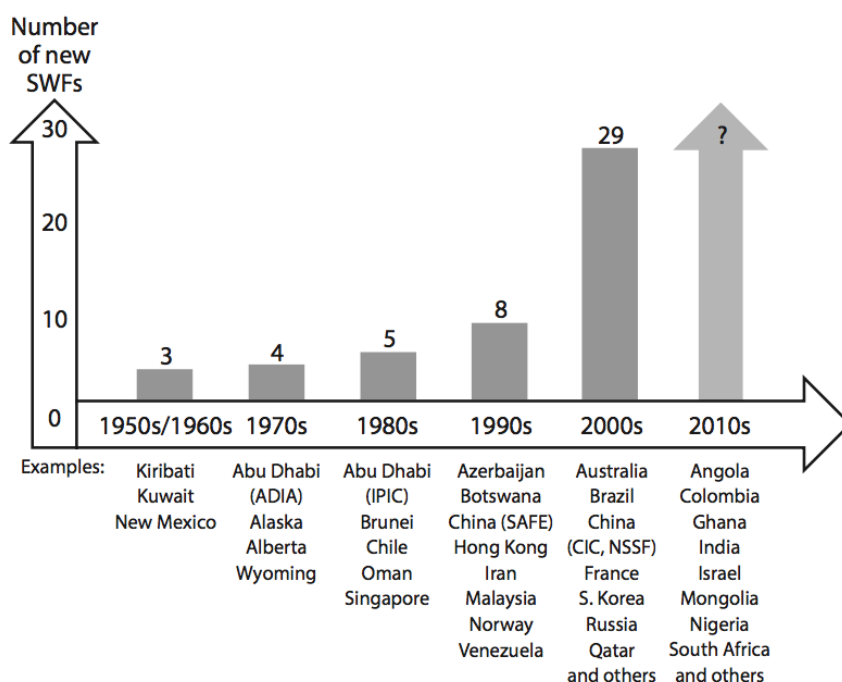
¹³ Karl, T. L. 1997.

¹⁴ Eifert, et ál., 2002, 4.

¹⁵ Rodrik, D., and Subramanian, A., 2003.

Angola y Azerbaiyán hasta Santo Tomé y Príncipe y Timor-Leste, están surgiendo SWFs basados en *commodities* en todo el mundo.

Si bien algunos fondos similares a los fondos soberanos han existido durante años, se marcará inevitablemente la primera década de este milenio como el comienzo de la era de los SWFs. Durante este período se crearon decenas de nuevos fondos soberanos, lo que representa una gran proporción de todos los fondos soberanos existentes en la actualidad. Los gobiernos de todo el mundo decidieron - aparentemente en masa e independientes de su nivel de desarrollo o de la forma de gobierno- que estos vehículos de inversión de propósito especial eran cruciales para lograr sus objetivos políticos. La agitación económica y financiera de los últimos años ha reforzado esta tendencia y en el período 2009-11 se establecieron once nuevos fondos soberanos y varios más se encontraban en una fase de creación o ejecución:



Fuente: Gordon L. Clark, Adam D. Dixon and Ashby H. B. Monk., 2013, p. 3.

En la última década, los SWFs cobraron particular atención en el sistema financiero debido al incremento de su poder financiero *vis à vis* el poder de otras instituciones financieras de orden privado dentro de la estructura económica internacional. Este punto fue abordado en detalle dado el tamaño de los activos bajo administración (“*assets under management*”, o AUM),¹⁶ pero las predicciones fueron eventualmente amortizadas por la crisis de 2008. Como pasara con otras instituciones financieras, el portfolio de los SWF se vio fuertemente afectado.¹⁷ En todo caso, para 2010 International Financial Services London (“IFSL”) reportó que los SWF eran 2,5 veces

¹⁶ En mayo de 2007, Morgan Stanley publicó un reporte estimando el tamaño de los SWF y predijo que aproximadamente el AUM de los fondos se duplicaría de USD 2,5 trillones en 2007 antes de 2010, alcanzando USD 12 trillones en 2015.

¹⁷ De todos modos, Deutsche Bank (2008) predijo que para 2019 los AUM serán de USD 7 trillones, es decir, más del doble que en 2010.

mayores en tamaño a los fondos de cobertura (“*hedge funds*”) y que se ubicaban USD 1,2 trillones por encima de los fondos de inversión privados.¹⁸ A pesar de la crisis financiera global, se esperaba –y aún se espera– que los SWF ganaran poder en los mercados internacionales y que su portfolio de activos se diversificara aún más.

3. Definición y elementos constitutivos

Sin lugar a dudas, la divergencia en las características fundamentales de los fondos soberanos ha sido fuente de mucha confusión. ha hecho llegar a una definición aceptable que abarca estas variaciones. Hay una línea entre haciendo cualquier definición demasiado general (e incluyendo todos los fondos públicos) y haciéndolo demasiado específico (y eliminando algunos fondos que merecen la etiqueta SWFs). Por ejemplo, limitar la definición de SWFs a los fondos que reciben su capital de las reservas de divisas eliminaría los fondos soberanos bien establecidos, como el Temasek de Singapur.¹⁹ Por lo tanto, la pregunta lógica es si existen puntos en común entre los fondos soberanos que podrían servir como base para una definición *precisa*. Así, las siguientes características comunes parecen emerger:

1. Propiedad: los gobiernos, tanto centrales como sub-nacionales, poseen y, en grados variables, controlan los fondos soberanos. El control puede ser ejercido directa o indirectamente a través del nombramiento del consejo.
2. Obligaciones: un punto de acuerdo ilustrado es que estos SWFs no tienen pasivos directos. Es quizás un punto sorprendente de acuerdo, ya que ciertos SWFs tienen pasivos, tales como como la deuda de esterilización o alguna responsabilidad contractual diferida para transferir dinero de los fondos soberanos y al presupuesto general o un sistema de seguridad social.²⁰ Sin embargo, el punto es que los fondos soberanos no tienen pasivos externos (no gubernamentales). Para los fondos que tienen un pasivo, es típicamente intra-gubernamental. Por ejemplo, los fondos soberanos podrían deber fondos al Ministerio de Finanzas, al banco central, o incluso al fondo de reserva de seguridad social. Sin embargo, los fondos soberanos no tienen un acreedor externo, lo que significa que los activos no están gravados por los derechos de propiedad del exterior, propietarios. En resumen, los pasivos SWF (si los tienen) forman parte del balance nacional más amplio.
3. Beneficio: A pesar de ciertos objetivos explícitos (por ejemplo, los fondos soberanos se gestionan de acuerdo con los intereses y objetivos del gobierno o del soberano). Como sugiere la distinción contable que sustenta el Punto 2, el beneficio final de un SWF no es un individuo específico. Más bien, el beneficiario es el gobierno mismo, la ciudadanía del país en abstracto, el contribuyente en general. Es una función objetiva que impulsa las decisiones estratégicas de los gestores de activos de los fondos, ya que no se aplica la noción de derecho de contribución, que disciplina las prácticas de inversión de las instituciones financieras occidentales como los fondos de pensiones.

Las tres características detalladas sugieren la siguiente definición técnica:

¹⁸ TheCityUK, 2011.

¹⁹ Nugée, J., 2008.

²⁰ Rozanov, A., 2005.

Los fondos soberanos son fondos de inversión directa o indirectamente propiedad del gobierno y que no cuentan con beneficiarios o pasivos externos más allá del gobierno o la ciudadanía en abstracto cuyo objeto es invertir sus activos, ya sea a corto o largo plazo, de acuerdo con los intereses y objetivos del patrocinador soberano.

Esta concisa definición es adecuada por tres razones. En primer lugar, dada la naturaleza heterogénea de los casos de SWFs, la definición no utiliza fuentes específicas de capital (como las mercancías o las reservas de divisas) o legales como una característica distintiva. En segundo lugar, la definición no menciona la rendición de cuentas, la transparencia o la gobernanza. Si bien algunos fondos, como la Junta de Inversiones del Plan de Pensiones del Canadá, han tratado de diferenciarse de los fondos soberanos sobre la base de que tienen niveles de transparencia, rendición de cuentas y gobernanza superiores a la media, tales distinciones parecen para sugerir que el término "fondo de riqueza soberano" equivale a irresponsabilidad, no transparencia y mala gobernanza. Es un error porque sugiere que a medida que los fondos soberanos se vuelven más responsables, transparentes o mejor gobernados, dejan de ser un SWF y pasan a ser otro.²¹ Por último, esta definición subraya la vulnerabilidad de los fondos soberanos a la influencia política, ya que los activos son: (1) propiedad del gobierno; (2) debidos al gobierno (en lugar de un beneficiario externo); (3) sin restricción alguna por derechos de propiedad no gubernamentales o deberes contractuales a cualquier beneficiario individual; y (4) invertido de acuerdo con los intereses o mandatos del gobierno.

Definir el término "SWF" es importante, ya que ayuda a explicar por qué los políticos occidentales se han preocupado por el comportamiento de estos fondos. De hecho, si el gobierno patrocinador es no democrático, autocrático o controlado por un solo partido gobernante (y muchos lo son), los fondos soberanos se han enfrentado a tiempos difíciles para recobrar las democracias liberales que reciben las inversiones. Específicamente, la vulnerabilidad inherente de estos fondos a la influencia política significa que han tenido dificultades para convencer a otros de que sus motivaciones son puramente comerciales. Es por esta razón que algunos creen que las prácticas de buena gobernanza transparentes y verificables inmunizarán las decisiones de inversión de los fondos soberanos de la política y establecerán confianza a pesar de las difíciles circunstancias.

A más de la expuesta, los SWFs han recibido distintas rotulaciones por parte de los analistas financieros y los académicos. Como se hiciera mención, Andrew Rozanov definió los SWFs en 2005 de la siguiente manera:

producto colateral del superávit presupuestario nacional, acumulado a lo largo de los años dados favorables marcos macroeconómicos, comerciales y fiscales, que ha ido de la mano con planeamientos presupuestarios a largo plazo y políticas restrictivas de gasto fiscal. Usualmente, estos fondos tienen uno o más de los siguientes objetivos: aislar a la economía y al presupuesto de los excesos de una etapa de volatilidad en los ingresos, ayudar a las autoridades monetarias a

²¹ Bisch, D., 2008.

esterilizar liquidez indeseada, acrecer ahorros para las generaciones futuras, o usar el dinero para el desarrollo económico y social.²²

En 2008, un Grupo de Trabajo Internacional sobre SWFs establecido por el Fondo Monetario Internacional trabajó en cooperación con los managers de los fondos a fin de estudiar su operatoria y proponer un código de usos ("*code for best practice*"), definiendo los SWF como:

fondos o acuerdos de inversión con finalidad especial que son patrimonio del gobierno general. Creados por el gobierno general con fines macroeconómicos, los SWF poseen, administran o dirigen activos para lograr objetivos financieros, y emplean un conjunto de estrategias de inversión que incluyen la inversión en activos financieros extranjeros. Los SWF tienen diversa estructura legal, institucional y de administrativa. Son un grupo heterogéneo que incluye fondos de estabilización fiscal, fondos de ahorro, fondos corporativos de inversión, fondos de desarrollo y fondos de reserva y pensión sin requerimientos expresos.²³

El Instituto de SWFs, por su parte, los ha definido así:

(fondos de inversión propiedad del estado) o entidades que se establecen a partir de superávits del balance de pagos, operaciones oficiales en moneda extranjera, el procedimiento de privatizaciones, superávits fiscales, y/o ingresos resultantes de exportaciones de *commodities*. La definición excluye, entre otros, activos de reserva de moneda extranjera en poder de autoridades monetarias para el normal balance de las políticas monetarias, empresas estatales en el sentido convencional, fondos de pensión de empleados estatales o activos manejados en beneficio de terceros. Algunos fondos también invierten indirectamente en empresas extranjeras de propiedad de otro estado. Asimismo, tienden a priorizar la tasa de retorno a la liquidez, teniendo mayor tolerancia al riesgo que el común de las reservas extranjeras.²⁴

De esta manera, los elementos constitutivos de los SWFs pueden ser determinados, según las características y definiciones antes expuestas, de la siguiente manera:²⁵

- 1 El Estado es el financista y propietario.
- 2 Generalmente, aunque no siempre, administrado por una entidad distinta al banco central.
- 3 Financiación obtenida de un superávit de ingreso por parte del Estado (luego de gasto planificado y/o ingresos por venta de *commodities* u otras exportaciones).
- 4 El objetivo es proteger a la economía nacional de la volatilidad de flujo comercial.
- 5 Esteriliza el sistema monetario nacional de superávit líquido para controlar efectos inflacionarios.
- 6 Acumula activos para futuras generaciones.
- 7 Diversifica los ingresos gubernamentales del sector petrolífero.

²² Traducción propia. Gordon, et ál, 2013 p. 13.

²³ Traducción propia. Gordon, et ál, 2013 p. 13.

²⁴ Traducción propia. Gordon, et ál, 2013 p. 13.

²⁵ Bazoobandi, *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, p. 3.

- 8 Utiliza el superávit de ingresos para transferir nuevas tecnologías y know-how, respaldando el desarrollo económico y social.
- 9 A menudo, pero no siempre, mantiene un portfolio de inversiones altamente diversificado en activos generadores de ingresos alrededor del mundo.

4. Los Hidrocarburos y los Fondos Nacionales de Inversión

Los SWFs hidrocarburíferos reciben el rótulo de Fondos Nacionales de Inversión (“NWF”, por sus siglas en Inglés). Dada la demanda global de esta fuente primaria de generación de energía, los países exportadores de petróleo y gas tienen cierta certeza acerca de que sus reservas naturales generarán ingresos significativos en el futuro cercano. En consecuencia, generalmente la conducta de inversión de los denominados “petrodólares” es más agresiva y/o menos evaluativa de los niveles de riesgo envueltos. Por otro lado, la administración y gobierno de la gran mayoría de los NWFs están influenciados por el gobierno *de turno* de sus respectivos Estados -en la mayoría de los casos sistemas políticos no-democráticos. Finalmente, el horizonte de los NWFs tiende a ser el *largo plazo*, fundamentalmente debido a su respaldo en la constante demanda de los *commodities* respaldatorios, y al ancla entre el crecimiento-desarrollo de las economías y el alza del consumo energético. Al igual que para el caso de los SWFs, se pueden observar las siguientes características constitutivas:²⁶

1. Obviamente, los NWFs se financian esencialmente por ingresos netos del superávit de exportaciones del *commodity* de hidrocarburos (y no por el retorno o ganancias de las inversiones de los NWFs).
2. El crecimiento de los activos de los SWF está vinculado al precio internacional de los hidrocarburos (en particular el *Barril Brent* y el *Barril WRIT*).
3. Con excepción de los NWFs de Oriente Medio, la mayoría de los NWF diversifica las inversiones y no invierte en otros *commodities* (las necesidades alimenticias de Oriente Medio y sus condiciones ambientales los han llevado a la búsqueda de un aprovisionamiento de cierto piso para el *agribusiness*).
4. Al igual que los SWFs, los NWFs son habitualmente utilizados para contrapesar las fluctuaciones en el precio de los *commodities* hidrocarburíferos o bien para el ahorro inter – generacional (hacia 2010 se reconocían unos diez NWFs con fines exclusivamente de contrapeso y el resto -unos cuarenta- de carácter mixto).²⁷

5. Contrapuntos

El debate teórico alrededor de los NWF ha tomado esencialmente dos caminos: por un lado, aquellos que afirman que son vehículos ricos en capital y capaces de ayudar a estabilizar la economía global –de hecho, habrían contribuido al balance de Wall Street en 2008 durante el comienzo de la crisis; por otro, aquellos que subrayan sus riesgos, fundamentalmente debido a que el origen de los fondos suelen ser economías en desarrollo con inestables esquemas de liquidez de capital y a que los fondos están altamente concentrados. Debido al incremento en el volumen, diversidad y dispersión de sus activos, los NWFs han devenido emprendedores más que significativos dentro

²⁶ Traducción propia. Gordon, et ál, 2013 p. 3.

²⁷ Traducción propia. Bazoobandi, 2013, p. 5.

del mercado de inversiones en menos de una década. Consecuentemente, *TheCityUK* calculaba que en 2011 el monto de activos de los SWFs ascendía a USD 4,2 trillones y que el 50% correspondía a NWFs. De ese volumen, los gobiernos del Golfo Pérsico detentan los tres mayores NWFs a nivel mundial, lo cual es aún más incisivo si se tienen presentes su cantidad de habitantes (exceptuando Arabia Saudí), así como los sistemas políticos imperantes en la región, su bajo grado de transparencia y las proyecciones de sus inversiones en los Estados Occidentales. Por su parte, en los últimos años han sido los mercados emergentes –y no las tradicionales economías desarrolladas– los que han atraído la atención de los SWFs y NWFs en razón de su alta rentabilidad –y a pesar de su alto riesgo.²⁸

6. Legitimidad: un *quid* por resolver

Las actividades de ciertos gobiernos y la conducta de inversiones de sus fondos soberanos ha conducido en algunos casos a una negativa opinión pública y consecuentes políticas proteccionistas. Un paliativo que ha buscado crear compensar la desconfianza es la de los “Principios y Prácticas Generalmente Aceptados” (GAPP), conocidos como “Principios de Santiago”, que fueron desarrollados por el Grupo de Trabajo Internacional de los fondos soberanos con el apoyo del Fondo Monetario Internacional.²⁹

Según la Autoridad de Inversiones de Abu Dhabi, los Principios de Santiago fueron diseñados artificialmente para restablecer cierta confianza entre los fondos soberanos y los países receptores; sin embargo, los países receptores de inversiones compartieron ese compromiso. Por ejemplo, según Joaquín Almunia, el Comisario europeo de Asuntos Económicos y Monetarios, los principios y prácticas del GAPP constituyen un bien público mundial que puede contribuir a fomentar la confianza y la confianza entre los fondos soberanos, sus países de origen y los países receptores. Afirmó Almunia que “es lo que necesitamos en estos tiempos turbulentos: un fuerte compromiso para aumentar la confianza mutua”.³⁰

Evidentemente, la confianza es un paso importante para la integración de los fondos soberanos en el sistema financiero mundial, y la desconfianza es un problema que requiere la atención tanto de los fondos soberanos como de los encargados de formular políticas. Pero, ¿Es la confianza la cuestión principal? La confianza refleja la creencia de alguien que una institución está realizando de acuerdo con sus expectativas normativas. Por lo tanto, incrustado en esta noción de confianza es una actuación. Para los fondos soberanos, un rendimiento podría ser una inversión específica o decisión de asignación de activos. Estas actuaciones se ajustan a una expectativa normativa y crean confianza o contradicen una expectativa normativa y crean desconfianza. También se plantea la cuestión de si los fondos soberanos inspiran preocupación entre los responsables políticos debido a las actuaciones pasadas indeseables (es decir, las inversiones)... La respuesta parece ser negativa. Existen pocos ejemplos de inversiones en fondos soberanos que demuestren claramente un incumplimiento de la confianza debido a la inversión política. Se sugiere, entonces, que las preocupaciones sobre los

²⁸ Traducción propia. Gordon, et ál, 2013 p. 121.

²⁹ Levi, M., and Stoker, L. 2000.

³⁰ Traducción propia. Bazoobandi, 2013, p. 127.

fondos soberanos son en gran medida injustificadas si los fondos soberanos se evalúan de acuerdo con sus antecedentes. Más bien, parece ser que la preocupación acerca de los fondos soberanos es sobre los códigos de conducta y la conveniencia de las estrategias de inversión de los fondos. De hecho, el debate actual gira en torno a los principios y prácticas de los fondos soberanos, que se refieren a las normas y métodos establecidos para las operaciones y el comportamiento, en lugar del desempeño per se.³¹

En resumen, los fondos soberanos inspiran temor dentro de ciertos círculos, porque algunos de sus principios y prácticas no se ajustan al standard medio de expectativas de *compliance*. En realidad, la cuestión es menos acerca de la confianza y que sobre la legitimidad. Parecen ser simplemente un argumento semántico, tiene implicaciones importantes para la geopolítica. Sin embargo, la cuestión de la legitimidad también va más allá de las preocupaciones geopolíticas. Como lo demuestran varios de nuestros estudios de casos, la legitimidad es igualmente un asunto de política interna y las reivindicaciones políticas internas sobre los fondos soberanos.

La legitimidad puede ser descrita como la aceptación de una organización por sus pares, y como la creencia de que una organización está autorizada (legal y moralmente) a operar en un determinado lugar y tiempo. De acuerdo con algunos autores, "la legitimidad es una relación entre las prácticas y los enunciados de la teoría de la legitimidad".³² Ser legítimo significa que los procedimientos, las estructuras y los principios organizacionales se alinean con los valores, las normas y las expectativas de la sociedad o de la sociedad; el entorno en el que la organización busca la legitimidad, en el país o en el extranjero. Es una cualidad subjetiva que se define por la percepción de un determinado actor de las prácticas y principios de una institución. Ser ilegítimo limita la libertad de acción, lo que puede socavar la eficacia organizativa.

Un método para evaluar las cuestiones de la legitimidad de los fondos soberanos, nacionales e internacionales es analizar la gobernanza, ya que la gobernanza y la legitimidad están entrelazadas. La legitimación es un proceso que requiere una evaluación del gobierno de una organización: las técnicas, los procedimientos, las categorías y las estructuras a través de las cuales se toman las decisiones organizativas.³³ La gobernanza es un recurso importante para las instituciones financieras, ya que provee, por ejemplo, las herramientas necesarias para el desarrollo de las instituciones financieras, protege contra las influencias externas, frena el fraude y la corrupción, mantiene la rendición de cuentas y la transparencia, gestiona los riesgos financieros nuevos y existentes y ayuda a supervisar a las partes interesadas nuevas y existentes.³⁴ En definitiva, la gobernanza asegura que una organización funcione de acuerdo con los valores y normas de la sociedad relevantes para esa institución.³⁵ Una institución financiera bien gobernada inspira confianza entre las partes interesadas.

³¹ Kaina, V., 2008.

³² Traducción propia. Zimmerman, M. A., and Zeitz, G. J., 2002, p. 421.

³³ Perrow, C. 1970.

³⁴ Clark, G. L., and Urwin, R. 2008.

³⁵ Monk, A.H.B. 2009.

7. Administración

El diseño de cualquier organización y su arquitectura de gobierno influirá en su capacidad para alcanzar sus objetivos institucionales. Las investigaciones han demostrado que existe una prima en el diseño adecuado de las instituciones de inversión, de tal manera que sus estructuras y prácticas mantengan el desempeño, tanto en términos de rentabilidad financiera como de otros objetivos. Estas son las características que dictarán cómo se utiliza la autoridad interna y se distribuye y moviliza el capital financiero. En última instancia, para que cualquier organización tenga éxito, su forma debe ser consistente con sus imperativos funcionales. En el caso de los fondos soberanos, el imperativo funcional es operar de manera efectiva en los mercados financieros mundiales.³⁶

Para lograr sus objetivos, los gobiernos patrocinadores tienen que considerar dos factores en el diseño de los fondos soberanos. En primer lugar, se requiere que los fondos soberanos generen las ganancias financieras deseadas por el patrocinador. Significativamente, el modelo occidental de gobierno corporativo ofreció a los fondos soberanos una forma que fue específicamente diseñado para maximizar la eficiencia y los beneficios. En segundo lugar, los fondos soberanos están obligados a mantener el acceso a los mercados financieros mundiales, a menos que dejen de tener una razón para existir. Como tal, los SWFs adoptaron el modelo occidental de gobierno corporativo, con sus prácticas de gestión y las lógicas que rigen la inversión y los principios de mejores prácticas. Los fondos soberanos combinan, imitan y aproximan la estructura de gestión y las prácticas de gobierno de los fondos de pensiones, dotaciones y fundaciones, que también dependen de los mercados mundiales para las oportunidades de inversión.³⁷

Al pensar en el futuro de los fondos soberanos, sin embargo, uno de los desafíos que enfrentan estas instituciones financieras es si seguirán dependiendo de los mercados occidentales. ¿Deben adaptar su forma actual para crear nuevos caminos para la inversión de la riqueza soberana? En general, cuando se consideran en los últimos años, es posible argumentar que los mercados financieros occidentales apenas han regresado nada más que la tasa real global de crecimiento económico (teniendo en cuenta la volatilidad, la inflación y los costos de la inversión administración). Además, la orientación comercial de los fondos soberanos actuales puede no coincidir con los intereses a largo plazo de los estados que patrocinan los fondos soberanos. De hecho, la formación de todos los fondos soberanos representa inevitablemente un momento político en la vida de un Estado-nación, lo que significa que estas instituciones llevan consigo los intereses de la entidad patrocinadora. En este contexto, no es obvio que una institución financiera tradicional sea la mejor forma de realizar las funciones de administración.

La forma SWF actual parece ser la fuente de las contradicciones institucionales. A primera vista, estos fondos juran estrategias de inversión nacionales o estratégicas en respeto a las sensibilidades occidentales. Sin embargo, en última instancia, existen para servir al patrocinador soberano. Gelpern articula este dilema de la siguiente manera:

³⁶ Gordon, et. ál., 2013 p. 13.

³⁷ Morrison, A., and Wilhelm, W. J., 2007.

La lectura entre las líneas de las definiciones del SWF y el comentario revela una mezcla de contradicciones: el dinero público que se compromete a actuar en forma privada, vastos fondos de capital que prometen no moverse, inversores no controladores que gestionan economías de control centralizado; y los funcionarios públicos que se resisten a la gobernanza corporativa de sus objetivos de inversión.³⁸

Mientras que los fondos soberanos afirman perseguir sólo el apoyo financiero, sigue siendo el (contradictorio) interés a largo plazo del Estado-nación utilizar su riqueza soberana para avanzar en el estatus y fortunas de la nación patrocinadora en su conjunto.

Cabe señalar, además, que los fondos soberanos gozan de una posición única entre los inversores que los hace aptos para este tipo de inversión estratégica: los fondos soberanos son no limitados por pasivos, como es el caso de los planes de pensiones de beneficio definido (DB); no se gestionan en relación con los saldos de las cuentas de los participantes, como es el caso de los fondos de pensiones de contribución definida; y no están sujetos a mayores requisitos de solvencia, como es el caso de las compañías de seguros y los bancos. En consecuencia, los fondos soberanos tienen mayor discreción sobre la asignación táctica y estratégica de activos.³⁹ En pocas palabras, los fondos soberanos son inversionistas sin restricciones, lo que afecta la naturaleza de los riesgos que están dispuestos a soportar, el horizonte temporal de la inversión, los *benchmarks* (si los hay) utilizados para evaluar el desempeño, la demanda para la innovación en la gestión de las inversiones, así como la naturaleza de los productos ofrecidos a los fondos soberanos por las empresas de inversión.

Por lo tanto, es totalmente posible que los fondos soberanos evolucionen, transformándose en inversores a largo plazo cuyas participaciones se seleccionan sobre la base de sus intereses estratégicos y no sobre la base de la teoría de la cartera moderna. Si es así, el futuro de los fondos soberanos patrocinados, por ejemplo, por los países orientales, será más parecido al temido por sus críticos que la forma ideal que sostiene una relación simbiótica con Occidente. Y aunque esta evolución indudablemente planteará preocupación en ciertos sectores, la política occidental tendrá que enfrentarse a la cuestión de si realmente importa si la motivación de un SWF chino, que posee el 10 por ciento de una determinada empresa, es comercial o político. Si es importante, ¿podrán los gobiernos occidentales responder?

8. Geografía

La gran ironía de los fondos soberanos es que, si bien estos fondos existen para recaudar los mercados financieros mundiales, otro de sus objetivos es silenciar las fuerzas transformadoras del capitalismo, tales como la financiación mundial, a nivel nacional. En cierto modo, los fondos soberanos están *persiguiendo su propia cola*. Además, estos fondos están en desacuerdo con el argumento de que el mundo es, y sigue siendo, un mosaico de países diferentes sostenidos por la dependencia del camino y la tradición, la lógica que sostiene el compromiso de los científicos políticos

³⁸ Traducción propia. Gelpern, A., 2010, s/n.

³⁹ (Campbell y Viceira 2002)

con el compromiso del capitalismo y los geógrafos económicos a la dependencia de la trayectoria. Además, estos fondos están emergiendo en todo el mundo desde Canadá, China y Chile hasta Noruega, Nigeria y Nueva Zelanda. Independientemente de su variedad de capitalismo, los países han llegado a ver el valor de estar en, y gestionar las fuerzas asociadas con los mercados financieros.⁴⁰

La creciente importancia de estos fondos pone de relieve la dificultad de conceptualizar el entorno económico mundial. Mucho antes de que el fenómeno de los fondos soberanos estuviera en las primeras páginas de los periódicos, había un debate conceptual en las ciencias sociales, y dos preguntas fueron fundamentales para ese debate: 1) ¿Cómo responden las geografías locales, regionales y nacionales (es decir, las leyes, las culturas, las normas y las historias) a las fuerzas capitalistas globales (por ejemplo, la financiación)?; y (2) ¿Dividir estas fuerzas a través de estas mismas geografías resultará en desarrollos convergentes o específicos del camino a nivel institucional y regional?⁴¹.

Originalmente, el péndulo se inclinaba hacia la derecha con las afirmaciones de que la revolución tecnológica y financiera daría lugar a un *fin de la geografía* o *fin de la historia* para el cual el resultado sería una convergencia total hacia un conjunto de mejores prácticas institucionales.⁴² Sin embargo, antes de que este punto de vista pudiera hacer incursiones significativas (excepto dentro de las publicaciones centradas en la gestión que lo generaron), el péndulo volvió al le con una réplica conceptual: la dependencia del camino y las variedades del capitalismo, que sostuvo que en virtud de la historia y la geografía el local siempre tendría influencia sobre lo global.

Ningún conjunto de conceptos, sin embargo, ofrece a los analistas una visión fiable de algunos de los problemas más problemáticos (empíricos) a los que se enfrenta la economía global. Tampoco ofrece una explicación adecuada para un mundo habitado por los fondos soberanos. Por un lado, las tesis de hiper-globalización parecen demasiado simplistas. La globalización puede tener fuerzas para impulsar la convergencia, pero la idea de que los países adopten mejores prácticas que no reflejen las características locales es errónea. Por otro lado, los partidarios de la dependencia del camino se ven como demasiado reduccionistas. El intento de examinar la economía global como si fuera bimodal -es decir, las economías de mercado coordinadas frente a las economías liberales del mercado- no puede reflejar adecuadamente la variedad inherente a la economía global. En cambio, vemos al mundo como un híbrido de estas (y otras) conceptualizaciones. No está convergiendo hacia un modelo singular o sistema de "buena práctica" de coordinación económica. Sin embargo, numerosas prácticas, principios e instituciones están sin duda sujetas a expectativas basadas en el mercado ya precios globales.⁴³

Mientras que gran parte de la investigación hasta la fecha se ha centrado en la hegemonía de la financiación a nivel individual, así como los efectos de los mercados financieros sobre los sistemas nacionales y regionales de gobierno corporativo hay una

⁴⁰ Gordon, et. ál., 2013, p. 9.

⁴¹ Hess, M. 2004.

⁴² Fukuyama, F., 1992.

⁴³ Christopherson, S. 2002.

evidencia abrumadora de que los estados-nación están en riesgo para el mundo incontrovertible de la alta financiación. Es por esta razón que las teorías del cambio institucional basadas en la convergencia y la dependencia del camino son de poco uso para nuestro análisis de los fondos soberanos. En resumen, a medida que los estados recurren cada vez más a los fondos soberanos, se sienten más capaces de mantener sus propios patrones de desarrollo específicos. Como resultado, las economías políticas han demostrado ser capaces de responder a las fuerzas globales de maneras que preservan la diferenciación local, la autonomía y, de hecho, la soberanía. Sin embargo, a través de sus inversiones financieras en los mercados mundiales, los fondos soberanos han introducido en el aparato estatal en los países de todas las tendencias políticas mundiales la financiación global -que es la quintaesencia de la globalización económica contemporánea.

Aquí ensayamos estos argumentos y conceptualizaciones porque este enfoque pluralista constituye la base de nuestra perspectiva ontológica en este libro. Como geógrafos económicos, reconocemos implícitamente la variedad inherente y la idiosincrasia de la vida económica. De hecho, nuestro interés genérico es "mapear" los espacios y lugares cambiantes que conforman la siempre cambiante geografía económica mundial, destacando los factores que inspiran, limitan o reorientan a los agentes e instituciones económicas. Incluye las características físicas reales del ambiente, pero, igualmente, abarca las variaciones organizacionales e incluso psicológicas. En nuestra opinión, estas diferentes configuraciones geográficas pueden y causan fuerzas globales a nivel local. Por otra parte, reconocemos el papel de la agencia en este proceso, en el cual los agentes locales son moldeados en términos de empresarios institucionales que son limitados, pero también capacitados por su ambiente local para efectuar el cambio (o mantener el statu quo). También estamos conscientes de la difícil acción de equilibrio que los gobiernos están enfrentando entre las políticas que fomentarán el crecimiento económico y la eficiencia en la economía global y las políticas que coincidirán con sus promesas y compromisos con los mandantes locales.

El significado de este hecho de vida para muchos científicos sociales fue ignorado en gran medida hasta que la crisis financiera global de la primera década del siglo XXI puso en evidencia la omnipresente y en verdad hegemónica nencia que está teniendo en los individuos, las corporaciones e incluso los gobiernos. Sin embargo, no debemos sorprendernos por esto, ya que el tamaño de la economía financiera ya se estimaba que era casi tres veces mayor que la economía real hace una década.

Por otra parte, la importancia de los inversionistas institucionales en los mercados financieros mundiales está bien documentada.⁴⁴ Tal vez sea apropiado, entonces, que el capitalismo del siglo XXI se retrata como la era del capitalismo financiero, que es otra manera de decir que la producción y el comercio ya no son las fuerzas dominantes en la economía global. Esto no equivale a decir que la economía real ha perdido su importancia para entender la economía global, pero su relevancia ha caído en favor de la financiación. Como lo expresa Dore, la economía global se ha alejado de las relaciones laborales hacia las relaciones con los inversores. Mientras que

⁴⁴ Davis, E. P., and Steil, B. 2001.

los sistemas heredados son resistentes en ciertos lugares e industrias, el concepto financiero del “valor del accionista” todavía parece impregnar la toma de decisiones entre elites.⁴⁵

El ex economista y Director del FMI Simon Johnson ofrece una ilustración muy útil de este fenómeno, introducción o los últimos 25 años más o menos, ha crecido:

“Entre 1973 y 1985, el sector financiero nunca obtuvo más del 16 por ciento de las empresas nacionales. En 1986, esa cifra alcanzó el 19 por ciento. En la década de 1990, osciló entre el 21 y el 30 por ciento, más alto de lo que había sido en la posguerra. En la década [los años 2000], alcanzó el 41 por ciento. En nuestra opinión, los fondos soberanos son un elemento central de esta nueva geografía de la financiación; representan la marca del alto margen y la próxima entrega del desarrollo capitalista después del capitalismo de pensiones de Clark.”⁴⁶

9. El caso emblemático: el Golfo Pérsico

El origen de los NWFs en el Golfo Pérsico se remonta a la década de 1950 y tuvo como finalidad aumentar la tasa de retorno de las inversiones en el extranjero, aislar el presupuesto y la economía locales de la volatilidad del precio del petróleo, y la conversión de recursos naturales finitos en un portfolio diversificado para las futuras generaciones.

⁴⁵ Bauer, R., Braun, R., and Clark, G. L., 2008.

⁴⁶ Traducción propia. UC Santa Barbara, 2011.

Country	Sovereign Wealth Fund	Date of Creation	Origin	AUM US\$ Billion	Investment Style	Entity/ Structure
Bahrain	Mumtalakat Holdings	2006	Oil	9.1	Portfolio	Corporate
Iran	Iran Oil Stabilization Fund	1999	Oil	23	—	Corporation
Kuwait	Kuwait Investment Authority	1953	Oil	296	Mostly Portfolio	Fund
Oman	Oman Investment Fund	2006	Oil, Gas	—	—	Fund
Oman	Oman State General Reserve Fund	1980	Oil, Gas	8.2	—	Fund
Qatar	Qatar Investment Authority	2005	Oil	100	—	—
Saudi Arabia	Public Investment Fund	2008	Oil	5.3	—	—
Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	N/A	Oil	523	—	Fund in Central Bank
United Arab Emirates	Emirates Investment Authority	2007	Oil	—	—	—
UAE - Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	1976	Oil	627	Mixed	Fund
UAE - Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	2007	Oil	—	—	—
UAE - Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	1984	Oil	14	Portfolio	Corporate
UAE - Abu Dhabi	Mubadala	2002	Oil	13.3	Portfolio	Corporate
UAE - Dubai	Dubai World Holdings Ltd	2006	Oil	—	Portfolio	Corporate
UAE - Dubai	Investment Corporation of Dubai	2006	Oil	70	Portfolio	Corporate
UAE - Ras Al Khaimah	RAK Investment Authority	2004	Oil	1.2	—	—

Source: SWF Institute

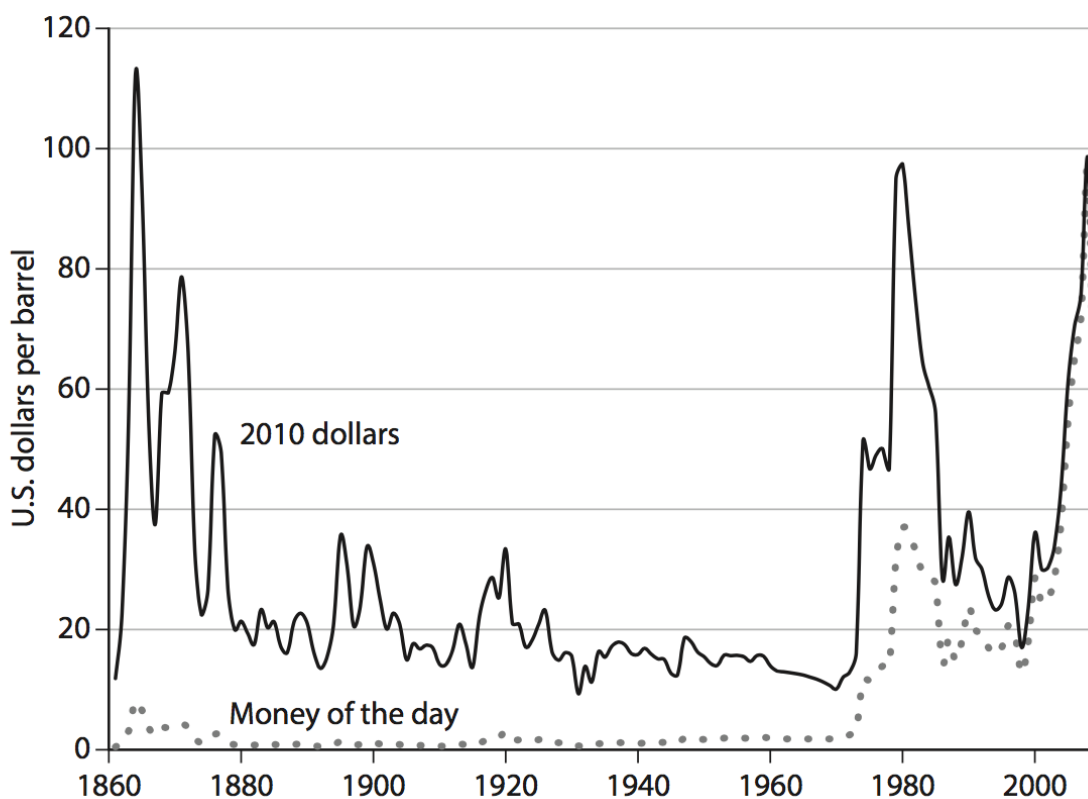
Una característica común de los fondos del Golfo es su alto grado de hermetismo y confidencialidad. Varias organizaciones han determinado índices para medir dicho nivel; así, en marzo de 2012, el *Sovereign Wealth Fund Institute* asignó los siguientes índices (de 1 a 10): Iran (1), Agencia Monetaria de Arabia Saudita (4), Autoridad de Inversiones de Abu Dhabi (5), y a la Autoridad de Inversiones de Kuwait (6). En consecuencia, la casi totalidad de las evaluaciones respecto de sus valías se basa en cálculos estimativos:

Country	Fund	Impetus for Creation
Australia	Future Fund	Assist future governments meet the cost of public sector superannuation liabilities
Azerbaijan	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	Improve the economic well-being of the population and safeguarding economic security
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	Diversify the economy away from oil and gas
Botswana	Pula Fund	Ensure that national savings are deployed optimally over the long term
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	Save for future; strengthen or diversify the economy; and improve the quality of life of Albertans
Chile	Pension Reserve Fund	Support financing of government obligations arising from future pension contingencies
China	China Investment Corporation	Diversify foreign reserves and increase risk-adjusted returns, facilitating macroeconomic objectives
France	Strategic Investment Fund	Stabilize French firms
Indonesia	Government Investment Unit	Increase macroeconomic stability, economic growth, and government investment
Ireland	National Pensions Reserve Fund	Meet as much as possible of the costs of Ireland's social welfare and public service pensions
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	Ensures that economy is stable during price swings of oil, gas, and metals
Korea	Korea Investment Corporation	Preserve long-term purchasing power of foreign assets and facilitate financial development
Kuwait	Kuwait Investment Authority	Manage the future and reduce country's reliance on nonrenewable resources
Libya	Libyan Investment Authority	Protect and develop the value of national wealth and diversify the income away from natural resources
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	Ensures that macroeconomic stability, while accumulating savings for future generations
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	Reduce burden on future taxpayers of the cost of funding New Zealand superannuation payments
Norway	Government Pension Fund-Global	Support long-term management of oil revenues and facilitate savings to meet future pensions expenditures
Qatar	Qatar Investment Authority	Strengthen the country's economy by diversifying into new asset classes
Russia	Reserve Fund	Ensure financing of the federal budget expenses and maintain budget balance
Singapore	Government of Singapore Investment Corp	Invest reserves in long-term and high-yielding assets
Timor-Leste	Petroleum Fund of Timor-Leste	Manage petroleum resources for the benefit of both current and future generations
Trinidad and Tobago	Heritage and Stabilization Fund	Smooth and diversify oil revenues, while providing for future generations
United Arab Emirates	Abu Dhabi Investment Authority	Secure and maintain current and future prosperity of the Emirate through prudent management of assets
United States	Alaska Permanent Fund	Save a portion of the state's oil revenue for the future
Venezuela	FIEM - Macroeconomic Stabilization Fund	Stabilize the economy and stimulate noncommodity sectors

Fuente: Gordon, et. ál., 2013, p. 15.

El crecimiento de los activos administrados por los NWFs creció exponencialmente entre 2005 y 2008 debido al incremento persistente del precio del petróleo y al aumento de los beneficios de los activos ya existentes. Ahora bien, la crisis financiera de

2008 y la reducción del precio del barril (USD 70 el barril en 2007) afectaron significativamente el porte de los NWF.⁴⁷



Tendencias y volatilidad del precio del petróleo 1861 – 2010 (Fuente: BP Statistical Review, 2017).

En parte, estos debieron salir al rescate de las economías domésticas, pero su diversificación de activos en Occidente los volvió altamente vulnerables, sufriendo altas pérdidas y debiendo modificar parte de su estrategia de inversión:

- Abandono de inversiones en activos prestigiosos o de alto perfil (v.g., Edificio Chrysler, Ferrari, etc.).
- Giro hacia mercados emergentes.
- Incremento en la cautela de las decisiones.
- Potenciación de la administración de los activos de inversión.
- De-dolarización del portfolio de inversiones.

10. Balances

Mirando hacia el futuro, es útil recordar al lector las funciones obvias de los fondos soberanos -los aparentes objetivos y metas compartidos de estas instituciones cuando fueron establecidos por sus respectivos patrocinadores soberanos. Se reitera que se han identificado funciones comunes más o menos compartidas entre los fondos soberanos de acuerdo con las circunstancias particulares, las tradiciones políticas y los

⁴⁷ Baldwin, R. E., and Krugman, P., 2002.

lugares del país anfitrión en el mundo, funciones que pueden ser listadas en el siguiente orden (un orden lógico, pero no necesariamente el orden relevante para países específicos):

- Los fondos soberanos son un medio para realizar una prima a largo plazo sobre la riqueza de una nación más allá de la tasa real proyectada de crecimiento económico nacional. es que la prima se realiza a través de activos financieros invertidos en una amplia cartera de activos, lo que representa el potencial de la integración económica global en lugar del potencial de un país o región.
- Los fondos soberanos son un medio para separar una parte de la riqueza acumulada de una nación de la economía real situándolos fuera de la economía para promover la estabilidad macroeconómica a largo plazo.
- Los fondos soberanos son un medio para asegurar la futura prosperidad económica de una entidad soberana en el contexto de la inestabilidad económica y financiera mundial y los límites del poder del Estado nacional en la comunidad internacional de las naciones.
- Los fondos soberanos son un medio para almacenar la riqueza de una nación separada de las exigencias a corto plazo y de los compromisos políticos que caracterizan la vida de una nación soberana; en este sentido, los fondos soberanos son un fondo de dotación para la conservación de la riqueza.
- Los fondos soberanos son un medio para distribuir la riqueza nacional actual, o en virtud de la explotación de los recursos naturales, a las generaciones futuras, ya sea mediante el descuento del valor de los pasivos acumulados o mediante la maximización del valor futuro de los activos corrientes.

Por supuesto, estas funciones no agotan la lista. Por ejemplo, algunos fondos soberanos respaldan el bienestar actual de los ciudadanos más allá de lo que es posible a través de la economía local. Otros fondos soberanos respaldan ciertos compromisos gubernamentales, especialmente en circunstancias en que los ciclos de ingresos y gastos públicos son tan severos que la realización de los compromisos de gastos sólo puede encontrarse aislando el gobierno de la economía local.

Cada una de estas funciones hace una distinción entre los compromisos locales a corto y largo plazo, en contraposición con los compromisos mundiales, y la inversión vuelve a encontrarse en la economía global frente a la economía del patrocinador soberano. ¿Significa esto que los fondos soberanos deben ser o son, por necesidad, inversores en cartera de la manera *neoclásica*? Seguramente hay alternativas. Por ejemplo, en lugar de poseer una cartera global de valores negociados concebida en términos de las fronteras eficientes de la moderna teoría de la cartera, los fondos soberanos pueden tomar grandes participaciones en relativamente pocas empresas.

Tener un interés mayoritario en un número relativamente pequeño de corporaciones globales permitiría a los fondos soberanos realizar las necesidades del soberano, al tiempo que le permitiría tomar posiciones a largo plazo sin estar cautivo ante la siempre presente amenaza de turbulencia en los mercados financieros mundiales (la Autoridad de Inversiones de Qatar como un ejemplo de un SWF que se ha movido en esta dirección).

Hay tres obvias objeciones a este modelo del futuro. Uno es simplemente que la profundidad de la pericia y los conocimientos necesarios para ser inversores estratégicos eficaces es escasa y, en cualquier caso, esos expertos no estarían atraídos a los fondos soberanos debido a sus complejas estructuras de toma de decisiones. Ambos aspectos de este argumento son creíbles, aunque debemos señalar que a través de la crisis los fondos soberanos han fortalecido considerablemente sus recursos humanos. Pero también es evidente que el tipo de experiencia y conocimiento consistente con la inversión a largo plazo es diferente en el tipo de la experiencia y el conocimiento actualmente exigido por los inversores de cartera global. Del mismo modo, es discutible que la autonomía buscada por los comerciantes del mercado, típica de algunos de los bancos globales más grandes durante la década pasada, es inconsistente con la gestión de riesgos e inconsistente con el significado de las inversiones individuales tomadas en una institución comprometida con seleccionados a largo plazo.

Otra objeción es que una vez que una institución se aleja de las normas y protocolos de la negociación neoclásica, su proceso de inversión se vuelve mucho más difícil de gobernar contra los estándares de desempeño de terceros. puede ser cierto; es un reto que se enfrenta a una serie de instituciones más grandes al pasar de las medidas de referencia del desempeño a medidas absolutas de desempeño basadas en tasas de retorno a largo plazo a priori. La evaluación del desempeño en este modelo de inversión institucional se convierte en un proceso intensivo en tiempo y datos que se rige por creencias de inversión y pruebas de competencia, en lugar de las medidas de desempeño virtuales y en grupo automáticas que actualmente dominan la industria de administración de inversiones.

Una tercera objeción sería que, una vez que los fondos soberanos se comprometan a invertir a largo plazo basándose en una pequeña cartera de proyectos, se abre el camino para que los fondos soberanos se conviertan en no comerciales (es decir, estratégicos en lugar de portfolios). Aquí están las ansiedades de muchos en Occidente que creen que los fondos soberanos son una extensión de los intereses soberanos, legitimados hoy sólo por su aparente aceptación de la forma del moderno inversor institucional (Principios de Santiago). Pero si el precio de la legitimidad es la dependencia de los mercados y proveedores financieros occidentales, el precio (rendimientos descontados por la volatilidad) puede ser demasiado alto si se compara con las funciones deseadas de los fondos soberanos (incluida la equidad intergeneracional).

Algunos de los mayores fondos de pensiones del mundo, especialmente los de Canadá y Australia, se han convertido en inversores estratégicos con participaciones significativas en determinados mercados e industrias. De una manera similar, pero tal vez más ocultos detrás del velo de la ignorancia, los bancos de desarrollo chinos, la CIC y otras instituciones relacionadas han tomado significativas apuestas en empresas y países africanos. En la base, la objeción es geopolítica y refleja las tensiones sobre la hegemonía global a medida que se aproxima al cambiante equilibrio de poder en la economía global.

11. Conclusiones: Argentina & Vaca Muerta

En Argentina no existen fondos que cumplan con los requisitos de ser de nivel nacional e invertir en activos extranjeros (el Fondo Nacional de la Vivienda o *FoNaVi* no invierte en activos extranjeros, mientras que el Fondo de Garantía de Sustentabilidad no se considera un fondo de recursos naturales ya que el fondo no se financia de manera explícita con los ingresos de recursos naturales).

Queda clara a esta altura la finalidad del presente trabajo: concientizar que las características absolutas (tipo) y relativas (segundo yacimiento de hidrocarburos no convencionales del mundo) de Vaca Muerta ameritan la creación de un NWF que invierta parte de su ganancia. No cabe pormenorizar en el formato ni diversificación del portfolio, pues el yacimiento ni siquiera ha comenzado a comercializarse. No obstante, es preciso sentar bandera para evitar que una vez más se desaprovechen los recursos de la nación.

Bibliografía:

Auty, R. M., and Mikesell, R. F. (1998). *Sustainable Development in Mineral Economies*. Oxford: Clarendon Press.

Balding, C. (2012). *Sovereign Wealth Funds*. New York: Oxford University Press.

Baldwin, R. E., and Krugman, P., (2002). Agglomeration, Integration and Tax Harmonization. NBER Working Paper No. 9290. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. Recuperado de: <http://www.nber.org/papers/w9290.pdf>. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Bauer, R., Braun, R., and Clark, G. L. (2008). The emerging market for European corporate governance: The relationship between governance and capital expenditures, 1997–2005. *Journal of Economic Geography* 8(4): 441–69. Recuperado de: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=74580>. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Bazoobandi, S. (2013). *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*. New York: Routledge.

Bisch, D. (2008). Viewpoint: Identity Crisis. *Benefits Canada* 32(2), 70–71.

BP. (2017). *Precios del Petroleo*. Recuperado de: <https://www.bp.com/en/global/corporate/energy-economics/statistical-review-of-world-energy/oil/oil-prices.html>. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Christopherson, S. (2002). Why do national labor market practices continue to diverge in the global economy? The ‘missing link’ of investment rules. *Economic Geography* 78(1): 1–

20. Recuperado de: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1944-8287.2002.tb00173.x>. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Clark, G. L., and Urwin, R. (2008). Best-practice pension fund governance. *Journal of Asset Management* 9(1): 2–21.

Corden, W. M. (1984). Booming sector and Dutch disease economics: Survey and consolidation. *Oxford Economic Papers*, 36, 359–80.

Davis, E. P., and Steil, B. (2001). *Institutional Investors*. Cambridge: MIT Press.

Deutsche Bank. (2008). *SWFs and foreign investment policies - an update*. Recuperado de: https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000465344/SWFs_and_foreign_investment_policies_-_an_update.pdf. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Eifert, B., Gelb, A., and Tallroth, N. B. (2002). *The Political Economy of Fiscal Policy and Economic Management in Oil-Exporting Countries*. World Bank Policy Research Working Paper No. 2899. Recuperado de: <http://documents.worldbank.org/curated/en/247121468766485195/The-political-economy-of-fiscal-policy-and-economic-management-in-oil-exporting-countries>. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Fasano, U. (2000). *Review of the Experience with Oil Stabilization and Savings Funds in Selected Countries*. IMF Working Paper WP/00/112. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00112.pdf>. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Fukuyama, F. (1992). *The End of History and the Last Man*. New York: Free Press.

Gelpern, A. (2010) *Sovereignty, Accountability, and the Wealth Fund Governance Conundrum*. American University. WCL Research Paper No. 2010-21. Recuperado de: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1639119. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Gordon L. Clark, Adam D. Dixon & Ashby H. B. Monk. (2013). *Sovereign Wealth Funds. Legitimacy, Governance, and Global Power*. Princeton: Princeton University Press. ISBN: 9780691142296.

Gylfason, T. (2001). A Nordic Perspective on Natural Resource Abundance. In *Resource Abundance and Economic Development*. En: Auty, R. M. (ed.). Oxford: Oxford University Press, pp. 296–311.

Harris, B. (2009). *El surgimiento de los Fondos de Riqueza Soberanos* (2009).

Hess, M. 2004. 'Spatial' relationships? Towards a reconceptualization of embeddedness. *Progress in Human Geography* 28(2): 165–86. Recuperado de: https://www.researchgate.net/publication/249871909_Spatial_Relationships_Towards_a_Reconceptualization_of_Embeddedness. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Kaina, V., 2008. Legitimacy, trust and procedural fairness: Remarks on Marcia Grimes' study. *European Journal of Political Research* 47(4): 510–21. Recuperado de: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1475-6765.2008.00773.x/full>. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Karl, T. L. (1997). *The Paradox of Plenty: Oil Booms and Petro-States*. Berkeley and Los Angeles: University of California Press. Recuperado de: www.barissanli.com/pdf/.../bsanli_Paradox_of_Plenty.doc. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Levi, M., and Stoker, L. (2000). Political trust and trustworthiness. *Annual Review of Political Science*, 3, 475–507.

Nugée, J. (2008). The growing role of sovereign wealth funds. *State Street Vision*. 3(2), 3–12.

Monk, A.H.B. 2009. The geography of pension liabilities and fund governance in the United States. *Environment and Planning A* 41(4): 859–78.

Morgan Stanley Research. (2007). *How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?* Recuperado de: http://www.morganstanley.com/view/perspectives/files/soverign_2.pdf. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Morrison, A., and Wilhelm, W. J. (2007). *Investment Banking: Institutions, Politics, and Law*. Oxford: Oxford University.

Perrow, C. (1970). *Organizational Analysis: A Sociological View*. Belmont, CA: Wadsworth.

Rodrik, D., and Subramanian, A. (2003). *The primacy of institutions (and what this does and does not mean)*. Finance & Development 40(2), 31–34. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2003/06/.../rodrik.pdf>. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Rozanov, A., (2005). Who holds the wealth of nations? *Central Banking Journal* 15(4), 52–57.

Solow, R. M. (1986). On the intergenerational allocation of natural resources. *Scandinavian Journal of Economics* 88(1), 141–149. Recuperado de: http://www.uio.no/studier/emner/sv/oekonomi/ECON4925/h16/pensumliste/solow_on-the-intergenerational-allocation-of-natural-resources.pdf. Última consulta: 2 de abril de 2018.

Stevens, P. (2003). *Resource Impact—Curse or Blessing?* IPIECA. Working Paper, March 25. Recuperado de: http://people.bath.ac.uk/bd203/docs/stevens_2003.pdf. Última consulta: 2 de abril de 2018.

TheCityUk. (2011). Sovereign Wealth Funds. TheCityUk Research Centre, *Financial Market Series*.

USA. US Government Accountability Office. (2008). *Report to Congressional Requesters*. Recuperado de: <https://www.gao.gov/assets/280/279991.pdf>. Última consulta: 2 de abril de 2018.

UC Santa Barbara. (2011). *Simon Johnson explains the Rise of the Financial Institutions on a Global Scale*. Recuperado de <https://www.youtube.com/watch?v=ZntfOV4EiE4>

Zimmerman, M. A., and Zeitz, G. J. (2002). Beyond survival: Achieving new venture growth by building legitimacy. *Academy of Management Review* 27(3), 414–431. Recuperado de: <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/amr.2002.7389921>. Última consulta: 2 de abril de 2018.