



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

**EL IMPACTO DE LOS FONDOS
SOBERANOS DE INVERSIÓN EN LA
SOSTENIBILIDAD GLOBAL.
ANÁLISIS DEL FONDO
GUBERNAMENTAL DE PENSIONES
NORUEGO COMO MODELO A
SEGUIR**

Autor: Jorge Sáenz Arenas

Tutor: Esther Vaquero Lafuente

Madrid | Junio 2024

RESUMEN

El presente trabajo de fin de grado se enfoca en el análisis de los Fondos Soberanos de Inversión (FSI), su origen, evolución y su impacto en la sostenibilidad global. Los FSI se han convertido en actores cruciales en las principales economías del mundo, gestionando activos que superan los 11 trillones de dólares. Este trabajo explora cómo estos fondos, originados como vehículos para la gestión de excedentes de divisas, han evolucionado hasta convertirse en entidades complejas con objetivos variados, incluyendo la estabilización económica y la generación de ingresos para futuras generaciones.

El estudio analiza los desafíos que enfrentan los FSI, tales como la gestión del riesgo político y la necesidad de transparencia. Se destaca el importante rol de estos fondos en la transición hacia una economía descarbonizada, analizando cómo incorporan criterios ESG en sus decisiones de inversión. Un modelo a seguir es el Fondo de Pensiones del Gobierno de Noruega, el mayor FSI del mundo, conocido por su compromiso con la sostenibilidad a pesar de su origen en la industria petrolera. El análisis de este fondo incluye su estructura de gobernanza, su estrategia de inversión responsable y su impacto positivo en la sostenibilidad global, llegando a realizar incluso desinversiones si no cumplen ciertas métricas de sostenibilidad.

El trabajo también explora la posibilidad de que un fondo soberano de inversión pueda ser una solución al problema de las pensiones en España, tomando como referencia modelos exitosos como el de Noruega o recién creados como el de Alemania.

En conclusión, esta investigación subraya la importancia de los FSI no solo como instrumentos financieros, sino también como catalizadores de un cambio positivo hacia la sostenibilidad global. Si los FSI consiguen destinar grandes cantidades de dinero en proyectos sostenibles, no solo mejorarán el medioambiente sino que también contribuirán a la sociedad, al estar respaldados por una nación.

Palabras clave: fondo soberano de inversión; sostenibilidad; Noruega; ASG; pensiones.

ABSTRACT

This final degree project focuses on the analysis of Sovereign Wealth Funds (SWFs), their origins, evolution, and impact on global sustainability. SWFs have become crucial players in major economies, managing assets exceeding \$11 trillion. This work explores how these funds, initially created to manage surplus reserves, have evolved into complex entities with diverse objectives, including economic stabilization and revenue generation for future generations.

The study examines challenges faced by SWFs, such as political risk management and transparency needs. It highlights the significant role of these funds in the transition to a decarbonized economy, analyzing how they incorporate ESG criteria in their investment decisions. A model to follow is the Government Pension Fund of Norway, the world's largest SWF, known for its commitment to sustainability despite its roots in the oil industry. The analysis of this fund includes its governance structure, responsible investment strategy, and positive impact on global sustainability, including divestments if certain sustainability metrics are not met.

The project also explores the possibility of a sovereign wealth fund as a solution to the pension problem in Spain, referencing successful models like Norway and newly created ones like Germany.

In conclusion, this research underscores the importance of SWFs not only as financial instruments but also as catalysts for positive change towards global sustainability. If SWFs can allocate significant funds to sustainable projects, they will not only improve the environment but also benefit society because they are backed by a nation.

Key words: sovereign wealth fund; sustainability; Norway; ESG; pensions.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

| | |
|---|----|
| CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN | 8 |
| 1.1. Justificación del tema | 8 |
| 1.2. Objetivos | 9 |
| 1.3. Metodología y estructura del trabajo | 9 |
| CAPÍTULO II: FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN | 11 |
| 2.1. Concepto | 11 |
| 2.2. ¿Cuáles son los fondos soberanos que más dinero tienen bajo gestión?..... | 13 |
| 2.3. Origen del dinero y concentración geográfica | 15 |
| 2.4. Principales desafíos | 16 |
| 2.4.1. Gestión del riesgo político | 17 |
| 2.4.2. Transparencia..... | 18 |
| CAPÍTULO III: NOCIONES DE SOSTENIBILIDAD | 21 |
| 3.1. Evolución del paradigma | 21 |
| 3.2. Objetivos de desarrollo sostenible | 22 |
| 3.3. Acuerdo de París | 23 |
| 3.3.1. One Planet Sovereign Wealth Funds (OPSWF) | 25 |
| 3.4. Principios de Inversión Responsable (PRI) | 26 |
| 3.5. Sostenibilidad en los fondos soberanos de inversión | 28 |
| CAPÍTULO IV: ESTUDIO DEL FONDO GUBERNAMENTAL DE PENSIONES NORUEGO | 31 |
| 4.1. Origen del petróleo en Noruega | 31 |
| 4.2. Creación del fondo y principales características | 32 |
| 4.3. Funcionamiento interno | 34 |
| 4.4. Estrategia de Inversión | 36 |
| 4.4.1. Sostenibilidad en la renta variable del fondo..... | 37 |
| 4.4.2. Sostenibilidad en la renta fija del fondo | 39 |

| | |
|--|-----------|
| 4.4.3. Inversión Responsable | 41 |
| 4.5. Principios Éticos del FGPN..... | 42 |
| 4.5.1. Ejercicio activo de los derechos | 42 |
| 4.5.2. Cribado negativo y exclusión | 43 |
| 4.5.3. Desinversiones en función del riesgo | 46 |
| 4.6. Impacto en España. Principales Inversiones..... | 48 |
| CAPÍTULO V: FONDO SOBERANO ESPAÑOL COMO SOLUCIÓN AL AUMENTO DE LAS PENSIONES, ¿ES POSIBLE? | 51 |
| 5.1. Situación actual..... | 51 |
| 5.2. Alemania como ejemplo | 53 |
| CAPÍTULO VI: CONCLUSIONES | 55 |
| DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA EN TRABAJOS FIN DE GRADO | 57 |
| BILOGRAFÍA..... | 58 |

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

| | |
|---|----|
| Figura 1: Ranking de los 10 fondos soberanos con más activos bajo gestión..... | 14 |
| Figura 2: Distribución geográfica de los FSI..... | 16 |
| Figura 3: Principios del Índice de Transparencia Linaburg-Maduell | 20 |
| Figura 4: Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU | 22 |
| Figura 5: Número de firmantes de los PRI entre 2006-2023..... | 28 |
| Figura 6: Inversión en proyectos sostenibles por parte de los FSI | 29 |
| Figura 7: Gobernanza del NBIM..... | 35 |
| Figura 8: Crecimiento del FGPN en los últimos 25 años | 37 |
| Figura 9: Retorno histórico de las inversiones en renta variable..... | 39 |
| Figura 10: Retorno histórico de las inversiones en renta fija | 40 |
| Figura 11: Exclusiones éticas y observaciones..... | 44 |
| Figura 12: Impacto en la rentabilidad del índice de referencia de renta variable incluyendo las exclusiones en comparación a un índice no ajustado. | 46 |
| Figura 13: Desinversiones en función del riesgo en los últimos 4 años..... | 47 |
| Figura 14: Impacto en la rentabilidad de las desinversiones en función del riesgo. | 48 |
| Figura 15: Inversión en España del FGPN en los últimos 10 años. | 49 |
| Figura 16: Evolución del gasto en pensiones en España en los últimos 8 años | 53 |

LISTADO DE ABREVIATURAS

ADIA: Abu Dhabi Investment Authority

ESG: Environmental, Social & Governance

FGPN: Fondo Gubernamental de Pensiones Noruegas

FSI: Fondo Soberano de Inversión

GIC: Government of Singapur Investment Corporation

NBIM: Norges Bank Investment Management

ODM: Objetivos de Desarrollo del Milenio

PIF: Public Investment Fund

QIA: Qatar Investment Authority

STC: Saudi Telecom Company

SWF: Sovereign Wealth Fund

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

1.1. Justificación del tema

Los fondos soberanos se han convertido en actores fundamentales en las principales economías globales. Sin embargo, estos fondos, gestionados por estados o gobiernos, son desconocidos por la mayor parte de la ciudadanía. La elección de este tema se justifica en la necesidad de solventar esa laguna de conocimiento existente en la sociedad y en facilitar la identificación de las numerosas siglas que caracterizan a estos fondos (PIF, GIC, ADIA, etc...), analizando su origen y su compromiso con la sostenibilidad. En la transición hacia una economía descarbonizada, los fondos soberanos de inversión tendrán un papel esencial, por lo que es esencial conocer de qué se tratan.

Los fondos soberanos de inversión (FSI), representan un poder significativo, gestionando activos que superan los 11 trillones de dólares y ejerciendo una influencia considerable en los mercados financieros, bienes raíces, infraestructuras y empresas de todo el mundo (López, 2024). En las últimas dos décadas, han jugado un papel crucial en las principales crisis financieras y han sido claves en el desarrollo de las principales economías, gracias a sus inversiones multimillonarias.

Fueron originados como vehículos para la gestión de excedentes de divisas y para diversificar las fuentes de riqueza nacional más allá de los recursos tradicionales. En la actualidad, estos fondos han evolucionado desde su concepción inicial hasta convertirse en actores globales complejos con una variedad de objetivos, desde la estabilización económica, hasta la generación de ingresos para futuras generaciones (Hudson, 2009).

Además, en este estudio, se complementará la contextualización de los fondos soberanos de inversión con el estudio de sus nuevos avances en sostenibilidad. Al tener grandes cantidades de dinero bajo gestión, una apuesta por la sostenibilidad no solo contribuiría a su retorno económico, sino que reflejaría un impacto en los tres principales pilares de la sostenibilidad (ESG). La idea es poder dilucidar si con sus inversiones consiguen lo siguiente: mejorar el medioambiente (E), tienen en cuenta las opiniones de la sociedad (S) (porque no debemos olvidar que tras un FSI subyace una nación) e influir en la gobernanza de las empresas más grandes del mundo (G).

1.2. Objetivos

Este trabajo tiene por objetivo estudiar los fondos soberanos de inversión y su compromiso en la transición hacia una inversión responsable que ayude a mejorar la sociedad y el medio ambiente. Al disponer de tanto dinero bajo gestión (alrededor de 11 trillones de dólares), estas entidades de inversión tienen la oportunidad de influir en los mercados y en la toma de decisiones de las empresas, por lo que, en esta obra, se tratará de dilucidar si aprovechan esa oportunidad y representan a los ciudadanos de una manera ejemplar (Gorshkov & Hentov, 2024).

Además, esta investigación también tiene como objetivo acercar y contextualizar a unas entidades de inversión que están gozando de mucho protagonismo en las principales economías del mundo y que ponen en alerta a los gobiernos tras su entrada en el capital de las empresas. Se tratará de poner nombre a las siglas (PIF, GIC, ADIA o STC) que copan las principales portadas de los medios de comunicación, no solo españoles, sino de todo el mundo.

Para contextualizar el compromiso de los FSI con la inversión responsable, se estudiará el fondo de pensiones de Noruega, que se trata del país que más activos tiene bajo gestión (1.5 trillones de dólares) en su fondo soberano, gracias en parte a la exitosa transformación de los ingresos procedentes de las minas de petróleo (Norges Bank Investment Management, s.f.b). Se analizará su historia, su gobernanza y aunque pueda parecer una paradoja porque sus ingresos procedan del petróleo, se estudiará su enorme compromiso con el medio ambiente a lo largo de los años, así como las exclusiones éticas que realizan los miembros de su consejo si las empresas en las que invierten no cumplen una serie de criterios socialmente responsables.

Por último, se analizará brevemente si la creación de un fondo soberano español puede ser la solución al grave problema de las pensiones que azota nuestro país.

1.3. Metodología y estructura del trabajo

Este trabajo se dividirá en cinco capítulos, contando la introducción como el primero de ellos.

En el Capítulo II se introducirá y desarrollará el concepto de fondo soberano de inversión (FSI), para que el lector pueda comprender y contextualizar su importancia en el panorama actual. Además, se realizará una clasificación de los diez FSI que más activos bajo gestión a final de 2023, indicando su distribución geográfica y su año de creación.

Por otro lado, se analizarán los aspectos más relevantes de los mismos y su transparencia, debido a que es fundamental conocer cuál es el motivo por el que realizan ciertas inversiones y el grado de eficiencia con el que destinan sus recursos.

En el Capítulo III, se establecerá el marco conceptual ESG y se estudiarán los principales eventos que han ocurrido en las últimas décadas como el Acuerdo de París o el *One Planet Sovereign Wealth Funds*, para también hacer una mención especial a eventos relacionados exclusivamente con los fondos soberanos de inversión.

En el Capítulo IV realizaremos un estudio en detalle del Fondo Gubernamental de Pensiones Noruego, que a pesar de su nombre, no es un fondo de pensiones y se trata del fondo soberano de inversión más grande del mundo, en cuanto a activos bajo gestión se refiere. Se tratará de conocer sus orígenes, así como su organización y su compromiso con el medioambiente.

El Capítulo V recogerá la posibilidad de crear un fondo soberano español como solución al problema con el sistema de pensiones actual. Además, se mencionará el recién creado fondo soberano alemán, que puede servir de ejemplo a España.

Por último, se expondrán las conclusiones del estudio y se hará una reflexión para ver si los FSI están consiguiendo maximizar la inversión sostenible y las medidas que pueden adoptar en el futuro para seguir siendo actores esenciales en la transición hacia un mundo más responsable.

CAPÍTULO II: FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN

2.1. Concepto

El término Fondo Soberano de Inversión (FSI en adelante), fue acuñado por primera vez por Andrew Rozanov (2005) en su artículo publicado en la revista *Central Banking* “Who holds the wealth of nations?”, donde se delimitó su concepto estableciendo que no eran fondos de pensiones ni fondos de estabilización de divisa, sino que se trataban de entidades diferentes en su conjunto. El término, no suscitó demasiado interés debido a que se desconocía la esencia de estas instituciones y eran actores que actuaban en los mercados sin ningún protagonismo.

Sin embargo, en 2007, el *Financial Times* se hizo eco de las importantes posiciones que los FSI estaban tomando en las principales empresas del mundo, lo que hizo que se popularizara el término. Los países empezaron a acumular un volumen de reservas tan grande que la presión de cómo desplegarlas estratégicamente empezó a ser un tema a tratar en las principales reuniones de Estado (Summers, 2007)

Aunque no existe una definición única, la definición más aceptada del concepto de FSI es la formulada por el Grupo de Trabajo sobre Fondos de Inversión del Fondo Monetario Internacional, de acuerdo con los principios de Santiago que se desarrollarán más adelante (GITFSI, 2008): “Los fondos soberanos de inversión (FSI) son fondos o estructuras de inversión para un propósito específico, cuya propiedad corresponde al gobierno general. Creados por el gobierno general con fines macroeconómicos, los FSI mantienen, gestionan y administran activos con miras a alcanzar objetivos financieros, y emplean una serie de estrategias que incluyen la inversión en activos financieros extranjeros. Los FSI se establecen a partir de superávits por cuenta corriente, operaciones oficiales de divisas, ingresos de privatizaciones, superávits fiscales y/o ingresos procedentes de exportaciones de materias primas”. Se diferencian de otros instrumentos de inversión y de otros inversores institucionales, como pueden ser los fondos de estabilización, *hedge funds*, fondos de deuda *distressed* o fondos de pensiones (Wirtz, 2018).

La principal diferencia entre los Fondos Soberanos de Inversión (FSI) y los fondos de estabilización radica en sus objetivos y estrategias de inversión debido a las diferentes necesidades y circunstancias económicas que buscan atender. Los fondos de estabilización están diseñados para mitigar los efectos de las fluctuaciones económicas adversas, acumulando recursos durante periodos de bonanza económica y desplegándolos en tiempos de crisis o recesión. Para cumplir con este propósito, invierten en activos altamente líquidos y seguros, como bonos de alta calificación crediticia y depósitos bancarios, lo que permite al gobierno acceder de manera inmediata a estos fondos para estabilizar la economía en momentos críticos, sin perseguir necesariamente la maximización del retorno financiero (Al-Hassan et al., 2013)

Por otro lado, los FSI operan con un excedente de recursos más allá de lo estrictamente necesario para la estabilización económica en situaciones desfavorables. Su enfoque se sitúa en la inversión a largo plazo, con el objetivo de obtener rendimientos superiores a los que ofrecen las inversiones más convencionales y seguras, como los bonos de países desarrollados o las reservas de oro. Esto se traduce en una diversificación en sus carteras de inversión, incluyendo una amplia gama de activos con mayor riesgo entre los que se encuentran acciones de empresas cotizadas y no cotizadas, bonos corporativos y gubernamentales, capital de riesgo, inversiones inmobiliarias, y otras opciones de inversión alternativa con periodos de maduración más largos (Balding, 2012).

Esta diferencia fundamental entre ambos tipos de fondos refleja la dualidad de sus misiones: mientras que los fondos de estabilización actúan como amortiguadores contra las turbulencias económicas a corto plazo, asegurando la liquidez y la estabilidad financiera, los FSI se orientan hacia la generación de riqueza a largo plazo, contribuyendo al desarrollo económico sostenible y a la diversificación de las fuentes de ingreso del país. (Wirtz, 2018).

2.2. ¿Cuáles son los fondos soberanos que más dinero tienen bajo gestión?

En el complejo escenario económico global que tenemos en la actualidad, caracterizado por una interdependencia creciente y una dinámica constante de cambio, el tamaño y la fortaleza de las economías nacionales son indicadores cruciales del poder y la influencia de un país en el ámbito internacional.

A cierre de 2022, el Producto Interior Bruto (PIB) de Estados Unidos lideró la economía mundial con 25.46 billones de dólares, seguido por China con 17,96 billones (World Bank, 2022). Estas cifras, que pueden parecer abstractas y lejanas en el día a día de la sociedad, son cruciales para entender la verdadera envergadura y el enorme impacto que tienen los FSI en los mercados financieros y en las principales empresas del mundo.

Un informe elaborado en noviembre de 2023 por el Thinking Ahead Institute analiza en detalle cómo fue el año 2022 para los más poderosos del mercado. Con 23,4 trillones de dólares bajo gestión, los 100 fondos de inversión más grandes del mundo (incluyendo fondos de pensiones también), registraron una caída del 8,7% debido a la volatilidad que afectó a la economía. Dentro de esa cifra, los FSI dentro de esa lista representaron un 38,9% de los activos, gestionando un total de 9,1 trillones de dólares. Este porcentaje ha experimentado un crecimiento debido al efecto combinado de un rendimiento relativo superior y la incorporación de nuevas inyecciones de capital, lo cual ha incrementado su participación y poder dentro del ranking. Contextualizando esta cifra, si fuese un dato de PIB estaría cerca de las principales economías del mundo mencionadas anteriormente y sería casi 7 veces el PIB español, que cerró en 2022 en 1,39 trillones de dólares.

Los fondos de pensiones, que poseen activos equivalentes al 52,8%, mantienen por poco la mayoría del total entre los 100 principales propietarios, mientras que los activos gestionados por entidades privadas comprenden el 8,3% restante. Este panorama refleja una notable transformación en el medio-largo plazo. Hace cinco años, los fondos de pensiones abarcaban más del 60% del total de activos de los 100 principales, en contraste con los fondos soberanos, que representaban el 32% (Thinking Ahead, 2023).

Entrando en detalle en los FSI, en el siguiente gráfico se muestran los 10 más grandes por volumen de activos bajo gestión, con su año de creación y la nación que tienen detrás.

Figura 1: Ranking de los 10 fondos soberanos con más activos bajo gestión.

| FONDOS SOBERANOS DE INVERSIÓN | ACTIVOS BAJO GESTIÓN (BILLONES \$) | PAÍS | AÑO DE CREACIÓN |
|---|------------------------------------|--------------|-----------------|
| 1. Government Pension Fund Global | 1.631 | NORUEGA | 1990 |
| 2. China Investment Corporation | 1.350 | CHINA | 2007 |
| 3. State Administration of Foreign Exchange | 1.090 | CHINA | 1997 |
| 4. Abu Dhabi Investment Authority | 993 | UAE | 1976 |
| 5. Kuwait Investment Authority | 803 | KUWAIT | 1953 |
| 6. Public Investment Fund | 776 | SAUDI ARABIA | 1971 |
| 7. GIC | 770 | SINGAPUR | 1981 |
| 8. Hong Kong Monetary Authority | 514 | HONG KONG | 1993 |
| 9. Qatar Investment Authority | 501 | CATAR | 2000 |
| 10. Temasek | 492 | SINGAPUR | 2005 |

Fuente: Elaboración propia a partir del ranking del Sovereign Wealth Funds Institute (2024).

Como podemos ver, el FSI con más activos bajo gestión es el de FGPN de Noruega, con un total de 1.548 billones de dólares, por encima del PIB español situado en 1.460 billones de dólares en 2023. Teniendo en cuenta que la población de Noruega asciende 5,7 millones de personas (Countrymeters, 2024), a cada ciudadano noruego le corresponderían cerca de 260.000 dólares, dato que se tratará más en detalle en el capítulo IV en el que se analizará el fondo soberano noruego.

Atendiendo al gráfico podemos observar la enorme diferencia que existe entre los 10 más grandes, yendo desde los 400 billones de dólares hasta casi cuadruplicar esa cifra (1.548 del FGPN). Este es el claro ejemplo de que con la estrategia de inversión orientada en el largo plazo de los FSI, si entra en juego el interés compuesto en sumas tan grandes de dinero, los retornos anuales y el aumento de la distancia de activos bajo gestión va a ser todavía mayor en los siguientes años. Para contextualizar lo mencionado, solo en 2023, el FGPN reportó un beneficio de 213 billones de dólares, casi la mitad de la totalidad de Temasek, ultimo integrante de ese ranking de los 10 más grandes (Fouche, 2024).

2.3. Origen del dinero y concentración geográfica

Los FSI son vehículos de inversión estatales que acumulan enormes sumas de capital con diversos objetivos estratégicos, incluyendo la estabilización económica, la diversificación de las fuentes de ingresos y el aseguramiento de las riquezas para futuras generaciones. En este apartado, exploraremos las fuentes principales de financiación de estos fondos, que varían desde la explotación de recursos naturales como petróleo y gas hasta superávits comerciales y procesos de privatización. Además, examinaremos cómo se distribuyen estos fondos a nivel mundial, identificando las regiones y países que destacan por su significativa acumulación de activos en FSI, reflejando distintas estrategias económicas y necesidades de desarrollo a largo plazo.

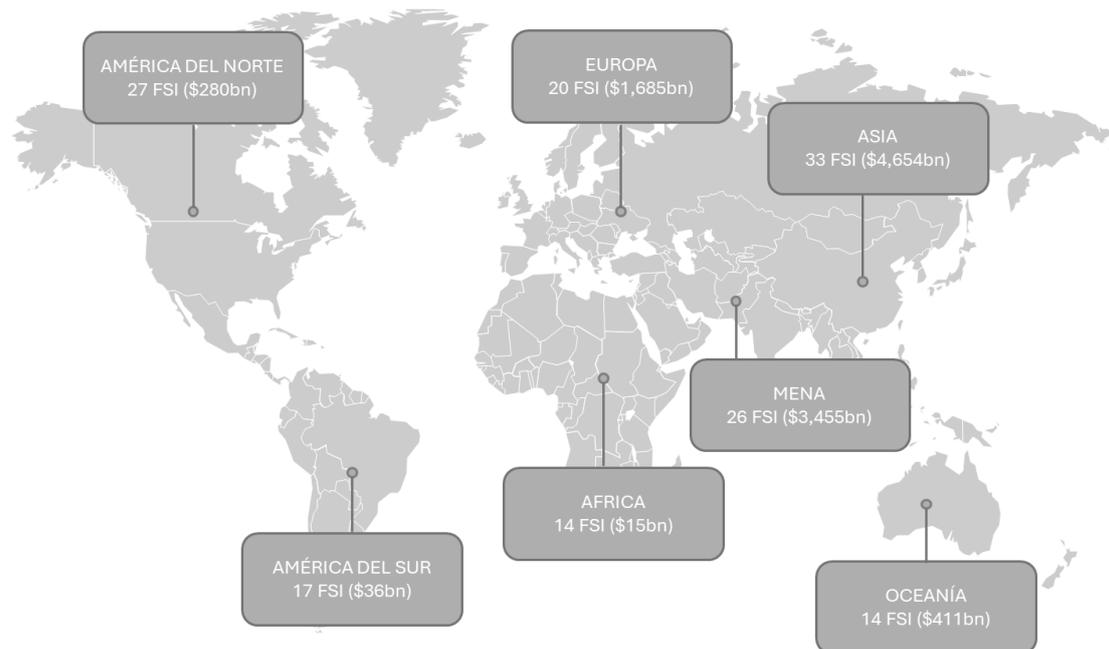
En primer lugar, los ingresos de recursos naturales constituyen la fuente por excelencia de dinero destinado a los fondos soberanos. Esto ha ocurrido sobre todo en países como Noruega, Arabia Saudí, Kuwait y los Emiratos Árabes Unidos, donde han establecido fondos soberanos alimentados por los ingresos de sus exportaciones de petróleo y gas. En algunos casos, los ingresos directos de estas ventas, o un porcentaje específico de ellos, se transfieren al fondo soberano. En consecuencia, como se puede observar en la Figura 3, existe una concentración de FSI más elevada en los países del Este de Asia y el Norte de África, lugares donde los yacimientos de petróleo son más abundantes (Bauer, 2014).

En segundo lugar, los excedentes comerciales son una de las principales formas por las que los FSI obtienen el dinero. Los países con grandes superávits en sus balances de comercio exterior también pueden optar por transferir parte de estos excedentes a un fondo soberano. China, por ejemplo, ha utilizado parte de sus excedentes comerciales para alimentar su fondo soberano. En la Figura 2 que hemos visto anteriormente, China es el único país con más de un FSI dentro de los 10 más grandes, prueba irrefutable de su dominio en el comercio mundial (Wirtz, 2018).

En tercer lugar, las privatizaciones o las transferencias fiscales suponen una vía en la que el gobierno puede destinar parte de sus ingresos a su fondo soberano, especialmente en años de altos ingresos fiscales o tras conseguir un precio muy elevado por vender una empresa estatal.

Por último, los FSI que se han analizado en la Figura 2 no son los únicos que existen en todo el mundo, contando cada continente con más de 10 FSI. La siguiente figura ilustra la distribución geográfica de los mismos, donde se puede observar, como hemos mencionado antes, que el golfo persa baña a un gran número de FSI por todos los yacimientos de petróleo que se encuentran por esa zona.

Figura 2: Distribución geográfica de los FSI



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Global SWF, s.f.

2.4. Principales desafíos

Hasta el 2006, los FSI eran considerados inversores de perfil bajo sin mucha importancia en los mercados financieros y ajenos de cualquier polémica por su asignación del capital. Sin embargo, en el 2007, el director del departamento de Investigación del Fondo Monetario Internacional, Simon Johnson, se empezó a preguntar acerca de unas entidades sobre las que no se conocía mucho, que “no parecía que fueran a desaparecer”, que invertían en el largo plazo y que tenían una estrategia de “*buy & hold*” (Johnson, 2007).

Los FSI crearon de manera repentina una sensación de incertidumbre por la posibilidad de que una serie de intermediarios financieros no regulados aumentaran sus posiciones vertiginosamente de la noche al día: en primer lugar, debido a su enorme tamaño y al volumen de sus transacciones, creaban un temor de desestabilización de los mercados financieros. Cualquier operación de venta de acciones de una compañía, podía originar un movimiento en cadena que causara volatilidad en los mercados de capitales en el corto plazo. Si traemos ese ejemplo a nuestro país y a la actualidad, podemos encontrarnos con fondos soberanos en las principales empresas del IBEX-35, siendo QIA (Catar) el mayor accionista de Iberdrola con un 8.69% del capital de la energética (Iberdrola, 2024a) o STC¹ con un 9.9% en Telefónica (Díaz & Medina, 2023).

En segundo lugar, el hecho de que la mayoría de estos fondos pertenecieran a gobiernos no occidentales, véase ejemplos como CIC (China), KIA (Kuwait) o ADIA (Abu-Dhabi) y que no proporcionasen información sobre su estrategia de inversión, podría verse como una estrategia de camuflaje para convertir el fondo en una herramienta política (Balding, 2012).

2.4.1. Gestión del riesgo político

El riesgo político es un factor crítico en la gestión de FSI debido a su enorme impacto en la estabilidad y rentabilidad de las inversiones. Estos fondos, que a menudo involucran enormes sumas de capital y están intrínsecamente vinculados a los intereses económicos nacionales, son especialmente susceptibles a las fluctuaciones del entorno político. Desde cambios en las políticas gubernamentales y disturbios sociales hasta conflictos internacionales y transiciones de poder, los riesgos políticos pueden alterar rápidamente las expectativas de mercado y afectar negativamente el valor y la seguridad de las inversiones de un SWF (Grira et al. 2018).

Además, otro factor que influye en las carteras de los FSI es la influencia de las tendencias democráticas. Las tendencias democráticas pueden tener un impacto positivo en la percepción del riesgo político. Los países con sistemas democráticos fuertes suelen exhibir una mayor transparencia y estabilidad política, lo que puede atraer más inversiones de los FSI.

¹ STC no es un fondo soberano pero PIF posee la mayor parte de sus acciones.

Estos fondos pueden ver las democracias estables como mercados seguros donde las regulaciones y las leyes son predecibles y donde existe un menor riesgo de expropiaciones arbitrarias o cambios radicales en las políticas económicas (Girra et al. 2018).

Por ejemplo, la corrupción puede afectar gravemente la gestión de los FSI. Cuando los fondos son malversados o se utilizan para beneficiar a individuos y no a la sociedad en su conjunto, el fondo pierde credibilidad y confianza, lo cual es esencial para que los FSI puedan seguir generando dinero para las generaciones futuras. También puede distorsionar las decisiones de inversión, eligiendo proyectos no por su retorno económico sino por beneficios personales o políticos.

Los FSI deben operar de manera que reflejen y promuevan los intereses a largo plazo de la nación y sus ciudadanos. Cuando los objetivos políticos y económicos de un FSI están desalineados con los intereses de la sociedad, se puede percibir que el fondo no actúa en el mejor interés de sus ciudadanos. Esta percepción de desalineación puede llevar a un escrutinio público y críticas que erosionan la legitimidad del fondo (Rose, 2015).

En resumen, la eficacia de un FSI depende en gran medida de su capacidad para manejar estos riesgos políticos nacionales e internacionales y mantener un alto grado de transparencia y alineación con los objetivos nacionales. La transparencia, será objetivo de estudio del siguiente apartado.

2.4.2. Transparencia

Para solucionar los problemas originados por la falta de transparencia de los FSI, Truman (2008) estableció una serie de indicadores que ayudarían a los países destinatarios del capital a identificar las diferencias que había entre unos y otros y a reconocer las mejores prácticas. Dividió su estudio en cuatro categorías: (1) Estructura: ¿Cuáles son sus objetivos? ¿Cómo obtiene el dinero? ¿Está integrado en el sistema fiscal del país? ¿Está el fondo separado de las reservas internacionales del país?, (2) Gobernanza: ¿Tiene un código ético? ¿Están separadas las funciones de sus directivos?, (3) Transparencia y Responsabilidad: ¿Publica en que clases de activos invierte? ¿Tiene informes anuales?, (4) Gestión del Riesgo: ¿Cómo ajusta su cartera? ¿Tiene límites en algunas posiciones?

Con estos indicadores, se consiguieron unificar las mejores prácticas de transparencia y se sentaron las bases para futuras normas relacionadas con eliminar la opacidad de los FSI. En 2008, el Grupo Internacional de Trabajo del Fondo Monetario Internacional mencionado anteriormente, recogió una serie de principios y prácticas generalmente aceptados por los FSI conocidos como “Principios de Santiago” (International Forum of Sovereign Wealth Funds, 2008).

Estas nuevas guías, contaban con un total de 24 recomendaciones de buen gobierno, transparencia y responsabilidad que tenían como objetivo mejorar la confianza de los mercados en las operaciones llevadas a cabo por los FSI, tratando de eliminar esos riesgos de influencia política y de opacidad. Los principios más destacados son los siguientes:

- El principio 4 establece la necesidad de políticas, reglas, procedimientos o acuerdos claros y divulgados públicamente en relación con el enfoque general del SWF para las operaciones de financiamiento, retiro y gasto. Con esto se intenta que los ciudadanos puedan conocer cualquier tipo de movimiento que haga el FSI de su país.
- El principio 6 trata la gobernanza de los FSI, recalcando que el marco de gobernanza para de los FSI debe ser sólido y establecer una división clara y efectiva de roles y responsabilidades para facilitar la rendición de cuentas y la independencia operativa en la gestión del SWF para perseguir sus objetivos.
- Por último, el principio 18 recoge que la política de inversión del SWF debe ser clara y consistente con sus objetivos definidos, tolerancia al riesgo y estrategia de inversión, establecida por el propietario o los órganos de gobierno, y basada en principios sólidos de gestión de carteras.

En la actualidad, para complementar los principios de Santiago, se utiliza el índice Linaburg-Maudell, que fue creado en 2008 por dos miembros del Instituto de Fondos Soberanos de Inversión: Carl Linaburg y Michael Maduell. Se basa en un índice de diez puntos, donde la mínima puntuación posible es un 1 y la puntuación recomendada para mostrar un nivel de transparencia adecuado es un 8 (Linaburg & Maduell, 2008). En la Figura 3 se pueden observar los requisitos para conseguir cada punto extra, con un máximo de 10 puntos. El fondo noruego, que se estudiará en detalle más adelante, cuenta con la puntuación máxima, siendo uno de los referentes en la transparencia de los FSI.

Figura 3: Principios del Índice de Transparencia Linaburg-Maduell

| | |
|----|---|
| +1 | El fondo proporciona información sobre su creación, orígenes de riqueza y estructura de gobierno |
| +1 | El fondo proporciona informes anuales auditados |
| +1 | El fondo proporciona los porcentajes que posee en compañías, así como su ubicación geográfica |
| +1 | El fondo proporciona el valor total de sus posiciones, sus retornos y el salario de sus integrantes |
| +1 | El fondo proporciona una clara estrategia y objetivos |
| +1 | Si es aplicable, el fondo identifica sus subsidiarias y su información de contacto |
| +1 | Si es aplicable, el fondo identifica sus gestores externos |
| +1 | El fondo tiene y controla su propia web |
| +1 | El fondo proporciona información sobre su sede y su información de contacto |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Sovereign Wealth Funds Institute (2023).

CAPÍTULO III: NOCIONES DE SOSTENIBILIDAD

3.1. Evolución del paradigma

El concepto de inversión socialmente responsable (ISR) surgió en la década de 1970 como una manera para que los inversores alinearan sus carteras con sus valores. Este movimiento ganó impulso en la década de 1980 con las campañas de desinversión contra compañías que hacían negocios en Sudáfrica durante el “*apartheid*”² (Alejos, 2014).

No fue hasta la década de 1990 que las consideraciones ESG comenzaron a aparecer en estrategias de inversión convencionales. En 1995, la Fundación del Foro de Inversión Social de EE. UU. (SIF), quiso calcular el total de inversiones sostenibles en Estados Unidos. El resultado fue de 639.000 millones de dólares bajo gestión en productos sostenibles e ilustró cómo los accionistas comenzaban a invertir según sus principios y sus valores éticos en lugar de únicamente centrados en el retorno financiero (US SIF, s.f).

Poco a poco, los inversores institucionales comenzaron a reconocer que las compañías podrían mejorar potencialmente el rendimiento financiero y la gestión de riesgos al enfocarse en cuestiones ESG, como las emisiones de gases de efecto invernadero. En respuesta a esto, los gestores de activos empezaron a desarrollar estrategias y métricas ESG para medir el impacto ambiental y social de sus inversiones. En 1997, se fundó en Boston la Iniciativa de Reporte Global (GRI) con el objetivo de abordar preocupaciones ambientales, aunque pronto amplió su alcance para enfocarse también en cuestiones sociales y de gobernanza (Global Reporting Initiative, s.f.).

En el año 2000, las Naciones Unidas organizaron en Nueva York la Cumbre del Milenio, reuniendo a líderes mundiales para discutir su papel en evolución en el nuevo milenio. Durante los tres días de la cumbre, los líderes establecieron principios guía en torno a temas como los derechos humanos, las condiciones de trabajo, el medio ambiente y la desigualdad de género (Sachs, 2012).

² Fue un conjunto de leyes que establecían un sistema desigual y discriminaban a la población negra e india de Sudáfrica durante gran parte del siglo pasado.

A raíz de la cumbre, se crearon los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM), que esbozaron ocho metas de desarrollo internacional a alcanzar para el año 2015. Aunque el propósito era incentivar la discusión, los ODM finalmente prepararon el terreno para que las naciones y corporaciones discutieran más abiertamente sobre los factores ESG (ambientales, sociales y de gobernanza).

3.2. Objetivos de desarrollo sostenible

La idea de formular objetivos basados en el desarrollo sostenible tomó impulso durante el vigésimo aniversario de la Cumbre de la Tierra en Río, celebrado en junio de 2012. Este evento, destinado a evaluar el progreso en desarrollo sostenible desde la cumbre original, destacó la insuficiente implementación de los acuerdos previos, un hecho que contrastaba con el éxito de los Objetivos de Desarrollo del Milenio (Sachs, 2015). Estos últimos, establecidos para un período inamovible de 15 años (2000-2015), se enfocaban en combatir problemas como la pobreza, el hambre, enfermedades, falta de educación, desigualdad de género y la degradación ambiental, como hemos mencionado anteriormente.

Ante la inminente conclusión de estos objetivos, la conferencia Río+20 subrayó la importancia de actualizarlos y extendió una invitación formal para el desarrollo de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). En respuesta, la Asamblea General de las Naciones Unidas, aprobó en septiembre de 2015 la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible, que presenta 17 ODS y 169 metas específicas como un plan de acción para beneficio de las personas, el planeta y la prosperidad.

Figura 4: Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU



Fuente: Asamblea general de las Naciones Unidas, s.f.

3.3. Acuerdo de París.

En materia de sostenibilidad, uno de los hitos más importantes es el Acuerdo de París, un tratado internacional sobre el cambio climático jurídicamente vinculante. Fue adoptado el 12 de diciembre de 2015 por 196 partes en la COP21 de París y entró en vigor el 4 de noviembre de 2016. Su precedente, el Protocolo de Kioto, únicamente obligaba a los países desarrollados a recortar sus emisiones con respecto al año base, 1990.

La diferencia entre este tratado y sus antecedentes radica en el hecho de que el Acuerdo de París es jurídicamente vinculante. Aunque el cumplimiento de este se considere voluntario en términos estrictos, la presentación de compromisos es vinculante e involucra tanto a las partes suscriptoras como actores no estatales³ impulsando la adopción de medidas para mitigar y frenar el cambio climático. Según el Banco Mundial (2023), la crisis climática afectará a la salud, el acceso al agua potable y alimentos a más de 132 millones de personas en 2030.

Dicho tratado supone la consagración del primer esfuerzo tanto de países desarrollados como los que están en vía de desarrollo de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI). El Acuerdo aumenta la inversión sostenible, incluyendo criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo a la hora de decidir sobre la financiación de proyectos para aumentar los flujos de capital por parte de entidades financieras y mercados a proyectos verdes, descarbonizando la economía paulatinamente e impulsando la transición hacia un modelo económico neutro en emisiones.

En el marco de las revisiones periódicas, empezando en 2023, los países deberán tanto comunicar como mantener sus planes nacionales de lucha contra el cambio climático que se han confeccionado proporcionalmente a la capacidad de contribuir de cada país, de conformidad con el principio de solidaridad del financiamiento climático. Es un mecanismo de ambición que supone hacer un balance global. Para ello, los países invertirán en tecnologías de energía limpia para reducir su dependencia a los combustibles fósiles y reducir las emisiones en línea con sus objetivos.

³ Gobiernos regionales, locales, empresas, inversores y sociedad civil.

Concretamente, el Acuerdo tiene como cometido frenar el calentamiento global por debajo de dos grados centígrados (preferiblemente 1,5 grados centígrados) en comparación con los niveles preindustriales. Para ello, las partes actoras deben aumentar la capacidad de adaptación y reducir la vulnerabilidad frente a los efectos secundarios del calentamiento global, reconociendo, por tanto, la necesidad imperante de minimizar los daños y pérdidas producidos por este fenómeno.

El Acuerdo de París ha sentado las bases de una “arquitectura híbrida” que compagina el reporte sobre la acción positiva de los Estados firmantes con exámenes periódicos de sus progresos. En otras palabras, con este nuevo enfoque son los propios Estados los que declaran unilateralmente las medidas efectivas que implantarán para la consecución de los objetivos, de forma que el Acuerdo de París funciona como una especie de “notario” (Savaresi, 2016) que permite la comprobación objetiva de cómo estas acciones están siendo llevadas a cabo.

Respecto a los FSI y su aplicación del Acuerdo de París, 21 líderes se reunieron en febrero de 2024 en la Commonwealth en Londres para discutir cómo aumentar la inversión para limitar el cambio climático. En la reunión, muchos señalaron que actualmente hay un importante déficit entre la inversión prometida y la real, con la inversión en energía limpia estando por debajo de lo necesario, particularmente en países en desarrollo.

Los delegados de la Commonwealth también afirmaron que los fondos soberanos tienen un papel esencial que desempeñar y ya han realizado un trabajo importante para cerrar esta brecha de inversión. Establecer objetivos para reducir las emisiones de sus carteras, coinvertir en energía limpia en países en desarrollo, trabajar con compañías de altas emisiones para reducir emisiones y vincular el pago del personal a objetivos de reducción de carbono, fueron todas estrategias mencionadas por los delegados como maneras en que los fondos soberanos pueden limitar el cambio climático (Commonwealth, 2024).

3.3.1. One Planet Sovereign Wealth Funds (OPSWF)

A raíz del Acuerdo de París de 2015, se celebró el 12 de diciembre de 2017 el One Planet Summit, seguido del día de la Financiación del Clima la cual reconocía la importancia de dicho sector. En esta línea, y por sus siglas en inglés, el OPSWF - liderado por el presidente de la República Francesa, Emmanuel Macron - es una coalición de fondos soberanos que están comprometidos con la integración de oportunidades financieras relacionadas con el crecimiento verde y los riesgos climáticos en la gestión de sus activos.

Desde la creación del OPSWF a finales de 2017, el presidente Macron organiza cada año una conferencia en el Palacio del Elíseo.

Como objetivos, cabe destacar los siguientes: ayudar a movilizar el capital de los fondos soberanos hacia el cumplimiento del Acuerdo de París, mencionado anteriormente; incorporar criterios relacionados con los riesgos climáticos y aprovechar la escala y beneficios del intercambio de conocimiento, en la medida que se preserve tanto la flexibilidad como la agilidad (One Planet SWF Network, 2022).

Por tanto, los fondos soberanos podrán contribuir a la sostenibilidad financiera de la economía a largo plazo una vez que comiencen a incorporar factores como la huella de carbono y el respeto a los derechos humanos en las inversiones que realizan.

En consecuencia, la inclusión de estos criterios incluso puede llegar a mitigar riesgos financieros derivados de eventos ambientales extremos, consecuencia del cambio climático, protegiendo el valor a largo plazo de las inversiones.

OPSWF publicó una guía voluntaria de cumplimiento presidida por doce recomendaciones, basadas en tres principios, alineados totalmente con los objetivos de la iniciativa. El primero de ellos se centra, exclusivamente, en incorporar dichos criterios de sostenibilidad en la toma de decisiones, pero únicamente si están alineados con el horizonte de inversión de la estrategia del FSI. En segundo lugar, se pretende animar a las empresas a hacer frente a los riesgos materiales del cambio climático en sus estrategias empresariales, en su gobernanza y en su planificación de los riesgos, para aumentar la creación de valor dentro de las mismas. Por último, el tercer objetivo es aumentar la resiliencia de sus carteras en el largo plazo teniendo en cuenta los riesgos y las oportunidades que puedan crearse al incorporar el enfoque climático (One Planet SWF Network, 2022).

En conclusión, alinear los FSI con los objetivos del Acuerdo de París implica una visión a largo plazo relacionada con una economía neutra en emisiones, que tiene en cuenta tanto los impactos medioambientales como sociales en la economía.

Además, al invertir en sectores que promuevan las tecnologías limpias y renovables, los fondos soberanos ostentan un papel clave como catalizadores de la transición económica, abandonando los combustibles fósiles.

3.4. Principios de Inversión Responsable (PRI)

A principios de 2005, el entonces secretario general de las Naciones Unidas, Kofi Annan, invitó a un grupo de inversores institucionales a unirse a un proceso para desarrollar los Principios para la Inversión Responsable, con el fin de fomentar la incorporación de criterios medioambientales, sociales y de gobernanza y para favorecer la inversión responsable a largo plazo (Naciones Unidas, 2006).

Ese grupo estuvo formado por 20 inversores, procedentes de instituciones en 12 países y fue apoyado por un grupo de 70 personas expertas de la industria de inversión, organizaciones intergubernamentales y la sociedad civil. En ese grupo se encontraban fondos soberanos de inversión como el Fondo de Pensiones del Gobierno de Noruega, que ejerció un papel esencial en el desarrollo de estos (Unpri, s.f).

Se crearon los 6 siguientes principios, firmados por todos los presentes con la intención de incorporarlos en las estrategias de las compañías que tenían en cartera:

Principio 1: Incorporaremos cuestiones de ESG (ambientales, sociales y de gobernanza) en los análisis de inversión y los procesos de toma de decisiones. Como acciones posibles para implementarlo: abordar cuestiones de ESG en las declaraciones de políticas de inversión o apoyar el desarrollo de herramientas, métricas y análisis relacionados con ESG.

Principio 2: Seremos propietarios activos e incorporaremos cuestiones de ESG en nuestras políticas y prácticas de propiedad. Como acciones posibles para implementarlo sugirieron desarrollar y divulgar una política de propiedad activa consistente con los Principios y ejercer derechos de voto o monitorear el cumplimiento con la política de voto (si se externaliza).

Principio 3: Buscaremos la divulgación apropiada sobre cuestiones de ESG por las entidades en las que invertimos. Esto se puede lograr solicitando informes estandarizados sobre cuestiones de ESG (utilizando herramientas como la Iniciativa de Reporte Global) o pidiendo que las cuestiones de ESG se integren dentro de los informes financieros anuales.

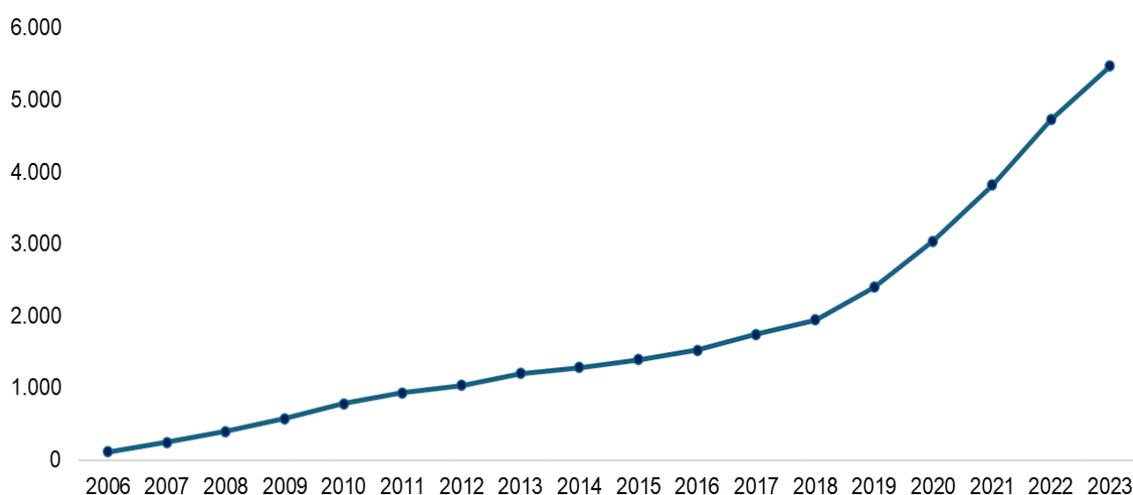
Principio 4: Promoveremos la aceptación e implementación de los Principios dentro de la industria de inversión. Este principio se puede conseguir solicitando la inclusión de requisitos relacionados con los Principios en las solicitudes de propuestas o comunicando las expectativas de ESG a los proveedores de servicios de inversión.

Principio 5: Trabajaremos juntos para mejorar nuestra efectividad en implementar los Principios. Acciones posibles para la consecución del mismo son la participación en redes y plataformas de información para compartir herramientas, agrupar recursos y hacer uso del reporte de inversores como una fuente de aprendizaje o abordar colectivamente cuestiones emergentes relevantes.

Principio 6: Cada uno informará sobre nuestras actividades y progreso hacia la implementación de los Principios. Relativo a la transparencia y una medida para garantizar su eficacia puede ser divulgar cómo se integran las cuestiones de ESG dentro de las prácticas de inversión.

Tras la redacción de los principios, en los últimos 17 años ha aumentado de manera exponencial en número de firmantes de estos. La Figura 5 muestra la evolución positiva de esta iniciativa, fijando en 5.500 inversores institucionales el número de firmantes en 2023.

Figura 5: Número de firmantes de los PRI entre 2006-2023



Fuente: Unpri, 2023

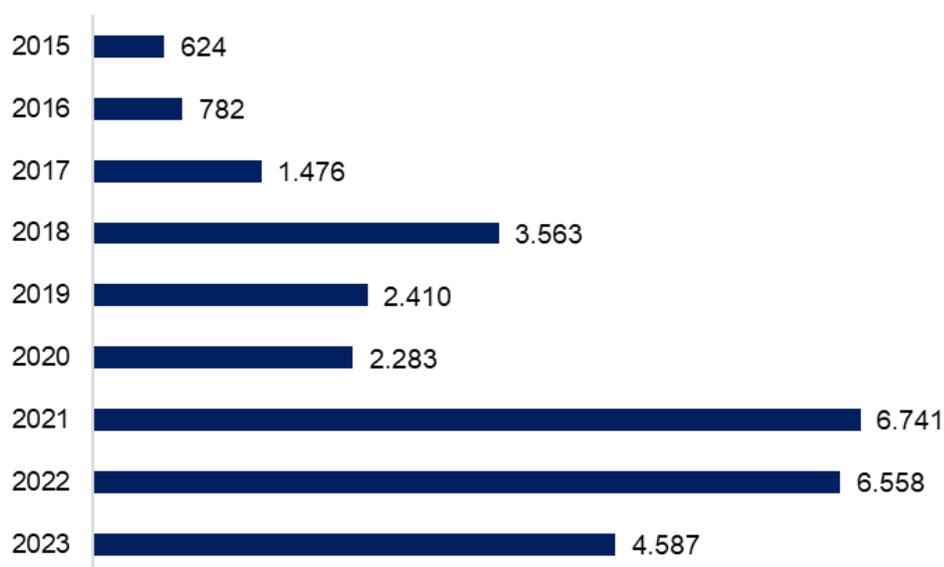
3.5. Sostenibilidad en los fondos soberanos de inversión

Los FSI están adaptando sus estrategias de inversión a las nuevas tendencias sostenibles y están desempeñando un papel fundamental en la transición hacia una economía descarbonizada. Por un lado, están minimizando sus inversiones en industrias convencionales relacionadas con el petróleo y canalizando capital hacia tecnologías verdes. Este desarrollo puede parecer paradójico, considerando que los fondos más grandes e influyentes obtienen una parte sustancial de su capital de las ventas de hidrocarburos. Desde enero de 2022 hasta marzo de 2023, todas las inversiones en el sector energético estuvieron asociadas con energías renovables, sin inversiones vinculadas al petróleo y gas (Center for the Governance of Change, ICEX-Invest in Spain, & Gobierno de España, 2023).

Para seguir siendo competitivos ante la disminución de los retornos por nuevas entradas de capital en el sector, los FSI han replanteado sus estrategias de inversión. El enfoque se ha ampliado, pasando de invertir solo en recursos de generación de energía como solar, eólica o hidrógeno, a incluir redes de energía, almacenamiento de energía y cadenas de suministro de manufactura. En 2022 y el primer trimestre de 2023, los FSI participaron en 24 acuerdos por un valor de 6.200 millones de dólares. Un enfoque más amplio abarca sectores como vehículos eléctricos, agricultura y empresas relacionadas con la gestión de residuos.

Sin embargo, según George & Al Sayegh (2023), los FSI están encontrando varios problemas para destinar sus enormes masas de dinero en proyectos sostenibles. Uno de los principales motivos está siendo los mandatos restrictivos de inversión que tienen los FSI, obligando a los gestores de los FSI a decantarse por inversiones con retornos más predecibles. Como se puede observar en la Figura 6, el dinero invertido en proyectos sostenibles por parte de los miembros del International Forum of Sovereign Wealth Funds tocó máximos en 2021. Esto se debe a que después de la pandemia se aumentó la cautela como consecuencia del deterioro de las perspectivas económicas mundiales y se tradujo en un agotamiento del apetito inversor en proyectos sostenibles.

Figura 6: Inversión en proyectos sostenibles por parte de los FSI



Nota: Datos en millones de dólares

Fuente: Elaboración propia en base a datos del International Forum of Sovereign Wealth Funds (2023)

A pesar de esto, el futuro es alentador. La percepción de estancamiento del dinero únicamente es temporal debido a que en 2022 las operaciones de los FSI en proyectos sostenibles fueron multiplicadas por cuatro respecto a la media de los últimos 4 años.

Además, de los diez FSI más grande en cuanto a activos bajo gestión (vistos en el capítulo II), solo tres de los diez más grandes no han firmado los Principios de Santiago, lo que significa que se comprometen a tomar decisiones de inversión independientes, en lugar de seguir las directrices del gobierno, como una forma de inspirar confianza internacional. Siguiendo esta tendencia, el One Planet Sovereign Wealth Funds (OPSWF) mencionado anteriormente, también está trabajando para crear el marco que los fondos necesitan para impulsar estas inversiones, incluyendo la mejora de los datos climáticos para todos los inversores y la identificación de lo que podría ayudar a los países emergentes a atraer capital privado (incluyendo FSI) para sus planes de transición energética (George & Al Sayegh, 2023)

En conclusión, los FSI se están adaptando y la tendencia es que cada vez más dinero procedente de inversores institucionales ayude a conseguir el reto de una economía descarbonizada. Sin embargo, es necesario un esfuerzo generalizado por parte de los FSI para conseguir cerrar la brecha de financiación existente en proyectos sostenibles. Este esfuerzo no solo ayudará a mitigar los efectos del cambio climático, sino que también fomentará un desarrollo económico sostenible a largo plazo, asegurando que los FSI no solo generen retornos financieros, sino que también promuevan el bienestar global.

CAPÍTULO IV: ESTUDIO DEL FONDO GUBERNAMENTAL DE PENSIONES NORUEGO

4.1. Origen del petróleo en Noruega

Antes de la era petrolera, que se inició durante los años setenta, se descubrió uno de los mayores yacimientos petrolíferos *offshore* del mundo frente a Noruega, en el Mar del Norte. El llamado Ekofisk marcó el inicio de la riqueza petrolera de Noruega al ser un yacimiento poco profundo que contaba con condiciones climáticas más favorables que el resto de los campos en el Mar del Norte. La producción en el campo comenzó en junio de 1971 y los siguientes años se caracterizaron por la gran oferta de petróleo de la que Noruega gozaba (Government.no, 2021).

Esta oferta de petróleo conllevaba un reto clave: saber gestionar recursos naturales volátiles y finitos, como el petróleo, el gas y los minerales. Sobre la gestión de estos recursos, antes del descubrimiento del petróleo, existía una consolidada tradición histórica de intervención estatal en la gestión económica a través de un modelo económico que dependía de los recursos naturales.

Los mayores riesgos a la hora de saber gestionar este tipo de recursos eran los siguientes: los recursos naturales pueden ser concebidos como activos de titularidad pública, siendo los políticos los encargados de asegurarse de que los activos se gestionen de manera sostenible para las futuras generaciones. Esto se traducía en una política intervencionista donde los poderes públicos debían decidir sobre cómo gestionar la abundancia de recursos (Mittelman, 2014). Además, un aumento exponencial de los recursos había condenado a numerosos países a la “enfermedad holandesa”, tras demostrarse que un aumento repentino en la riqueza de recursos naturales puede inflar rápidamente los precios domésticos, la tasa de cambio, disminuir la competitividad internacional y resultar en desindustrialización. Por último, la abundancia de recursos podría desincentivar a los ciudadanos a trabajar y desarrollar su capital (Larsen, 2006).

En el caso de Noruega, el país había conseguido desarrollar capacidades industriales en torno a la hidroelectricidad, las cuales, fueron claves para posteriormente desarrollar la industria petrolera nacional (Moses & Letnes, 2017). El Parlamento Noruega, conocido como el *Storting*, comenzó a regular y estructurar la industria petrolífera en la década de los setenta. En el 1971, se formularon los “Diez Mandamientos del Petróleo” para tratar de establecer unas pautas de actuación en relación a la política petrolífera del país. El

objetivo principal de los mismos era constituir a Noruega como un país lo más independiente posible de las importaciones de petróleo crudo, mediante el aprovechamiento completo y sostenible de sus propios recursos petrolíferos. Esta independencia venía marcada por el hecho de que el país importaba recursos petrolíferos antes del descubrimiento del yacimiento, contribuyendo a un creciente déficit de la moneda noruega.

Un año después, se creó la compañía petrolera estatal Statoil, y también se constituyó el Directorio de Petróleo como un organismo totalmente independiente para administrar los recursos naturales, regulando, además, cuestiones de seguridad y ambiente laboral (Ryggvik, 2010). El Ministerio de Finanzas Noruega, en 1974, presentó un libro blanco titulado “El papel de la actividad petrolera en la sociedad noruega” para tratar de explicar cómo utilizar esta nueva riqueza con la meta de mejorar la sociedad, argumentando que las instituciones democráticas tenían que controlar todos los aspectos de la política petrolera para tratar de prolongar la duración de los recursos, además de evitar la fluctuación en los precios del petróleo, que estaban expuestos a las crisis internacionales.

4.2. Creación del fondo y principales características

El cometido de ahorrar el excedente de petróleo en el extranjero sí se mencionó en el libro blanco del Parlamento, pero no fue hasta 1982, cuando el Parlamento Noruega lo sometió a debate, estableciendo un comité para revisar el futuro de las actividades petroleras. En 1990, el parlamento noruego aprobó una legislación para apoyar esto, creando lo que ahora es el Fondo de Pensiones del Gobierno Global. La primera aportación fue realizada en 1996, un año más tarde de que el gobierno consiguiera generar superávit fiscal (Norges Bank Investment Management, s.f.b)

En 2001 y para que el fondo beneficiase a la mayor cantidad de personas posible en el futuro, los políticos noruegos acordaron una regla fiscal que garantizaba que no se gastaría más que el retorno esperado del fondo. Se estableció la regla del 4%, lo que permitía un déficit público no petrolero corregido por el ciclo económico equivalente al 4% del valor del fondo. En 2016, esa cifra se actualizó a un 3% y el Storting estableció que podría ser objeto de futuras modificaciones en función de la situación de la economía noruega (Reuters, 2023).

De esta manera, los ingresos del petróleo se integran gradualmente en la economía y al mismo tiempo, solo se gasta el retorno del fondo y no el capital del fondo.

La explicación del apartado 1 de este capítulo ayuda a entender cómo Noruega obtiene el petróleo, pero, ¿cómo se transfiere el dinero al fondo soberano? El gobierno recauda el dinero procedente de los dividendos e impuestos de “*Statoil*”, compañía mencionada anteriormente, y de los campos de petróleo estatales, que constituyen el flujo de caja neto procedente del petróleo, íntegramente transferido al fondo.

El FGPN se trata de un FSI con unas características y obligaciones muy diferenciadas del resto, como estudiaremos a continuación:

A pesar de su nombre, no se trata de un fondo de pensiones. Fue creado como un FSI de estabilización y ahorro para hacer frente a un incremento potencial de las pensiones en el futuro. Más adelante se intentará dilucidar si un modelo similar podría ser aplicable en España, pero es de admirar la visión orientada en el largo plazo de los noruegos.

El fondo es el mayor propietario individual en los mercados de valores del mundo y tiene inversiones en diferentes países, sectores y monedas. Posee acciones, bonos y bienes raíces en todo el mundo, pero invierte solo en el extranjero por los siguientes motivos:

- A) Diversificación de riesgos: al invertir exclusivamente en el extranjero, el fondo evita concentrar sus inversiones en la economía noruega, lo que supondría un riesgo elevado porque ya depende significativamente de los ingresos del petróleo y del gas. La diversificación internacional ayuda a reducir el riesgo global del fondo, protegiéndolo contra las fluctuaciones económicas que podrían afectar a Noruega.
- B) Evitar el sobrecalentamiento económico: la inversión del fondo en activos extranjeros ayuda a prevenir el sobrecalentamiento de la economía noruega. Invertir grandes cantidades de dinero en el mercado local podría causar inflación y aumentar los precios de los activos, lo que podría llevar a desequilibrios económicos y burbujas financieras.
- C) Neutralidad económica: al no invertir en Noruega, el fondo mantiene una posición neutral en relación con las políticas económicas y comerciales internas. Esto ayuda a evitar conflictos de interés y problemas de uso de influencia indebida en las decisiones empresariales y políticas locales.

Además, para evitar que las empresas puedan tener ciertas consideraciones negativas hacia su inversión, se estableció un límite del 10% de propiedad en las empresas en las que está invertido el fondo. El principal objetivo de esta medida es eliminar cualquier contexto político en la decisión de inversión, y tratar. En las compañías que están a punto de salir a bolsa, cualquier tipo de inversión debe de ser comunicada al Consejo de Administración para evitar un posible conflicto de interés que pueda influir en el precio de la acción (Norges Bank Investment Management, s.f.b).

4.3. Funcionamiento interno

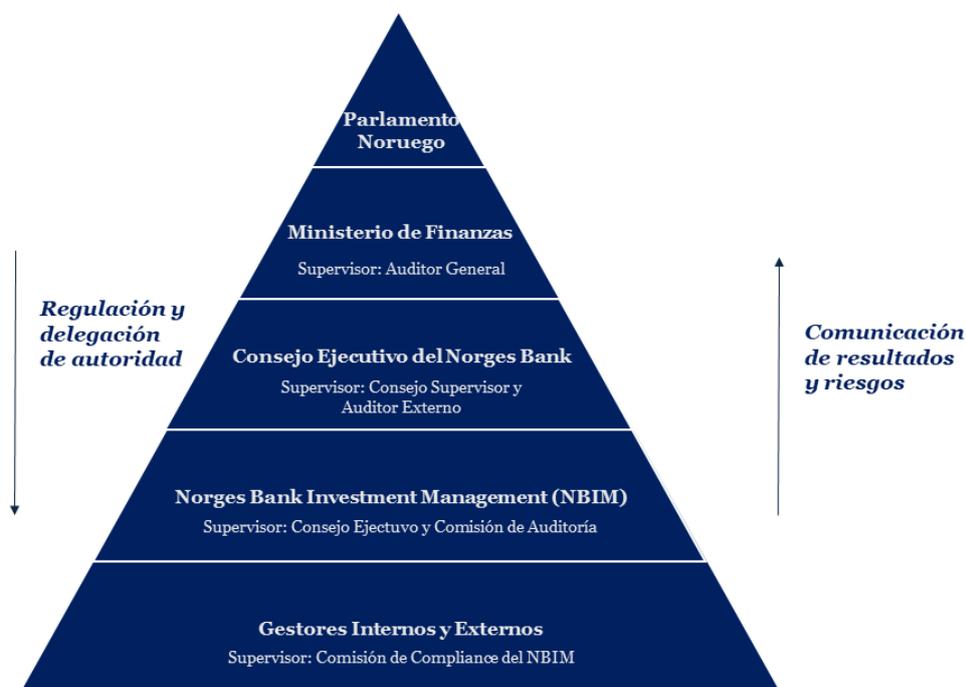
El Ministerio de Finanzas, actuando en nombre del Parlamento noruego y del pueblo de Noruega, se convirtió en el propietario oficial del GPF (Fondo de Pensiones del Gobierno Global). Son responsables de determinar la estrategia de inversión y las directrices éticas del fondo y de supervisar su gestión operativa, que está delegada al Banco de Noruega (en adelante, “NBIM”). Sin embargo, cualquier cambio significativo en la estrategia de inversión requiere la aprobación del *Storting*, el parlamento de Noruega (Karlsson, 2023). Desde 1998, el GPF ha sido gestionado por el equipo de gestión de activos dedicado del NBIM, que se trata de una entidad global que emplea a casi 600 personas en 35 países, con oficinas en Oslo, Londres, Nueva York y Singapur.

El modelo de gobernanza del fondo se basa en una clara delegación de funciones y sistemas efectivos para el control y la supervisión. Para lograrlo, NBIM se divide en los siguientes órganos de gobierno (Norges Bank Investment Management, s.f.a):

- Consejo Ejecutivo: es el órgano de gobierno más alto de NBIM. Define los principios de la junta ejecutiva, la descripción del trabajo y los mandatos de inversión para el CEO de NBIM.
- CEO de NBIM: tiene la responsabilidad general de implementar los requisitos definidos por la Junta Ejecutiva. Actualmente es Nicolai Tangen.
- Grupo Líder de NBIM: Responsable de implementar procesos en NBIM basados en los requisitos definidos por el CEO, y dentro del marco de requisitos definidos por la Gestión de Riesgos.
- Comités de NBIM: Son asesores del CEO. Cubren diferentes temas y se componen por diferentes miembros del grupo líder.

- Funciones de riesgo, control y cumplimiento: Inician, asesoran, monitorean e informan sobre actividades de cumplimiento, riesgo operacional y actividades de control en todos los niveles de NBIM.

Figura 7: Gobernanza del NBIM



Fuente: Elaboración propia en base a datos del modelo de gobernanza del NBIM.

En el ejercicio de sus funciones, los órganos de gobierno utilizan los siguientes documentos para asegurarse de que las cumplen de manera efectiva:

- Los Principios, Políticas y Directrices describen el contexto de los procesos y operaciones diarias de NBIM para lograr un rendimiento empresarial eficiente y consistente, así como un control y supervisión suficientes.
- Las descripciones de puestos describen la delegación de autoridad desde la Junta Ejecutiva a través del CEO y hacia abajo. Describen el área de responsabilidad de un rol, gestión y planificación, control y supervisión, informes y comunicación, y responsabilidad del personal.

- Los mandatos de inversión delegan la autoridad para las actividades de inversión de NBIM. Los Mandatos de Inversión se basan en las limitaciones descritas en los mandatos emitidos por la Junta Ejecutiva al CEO de NBIM.

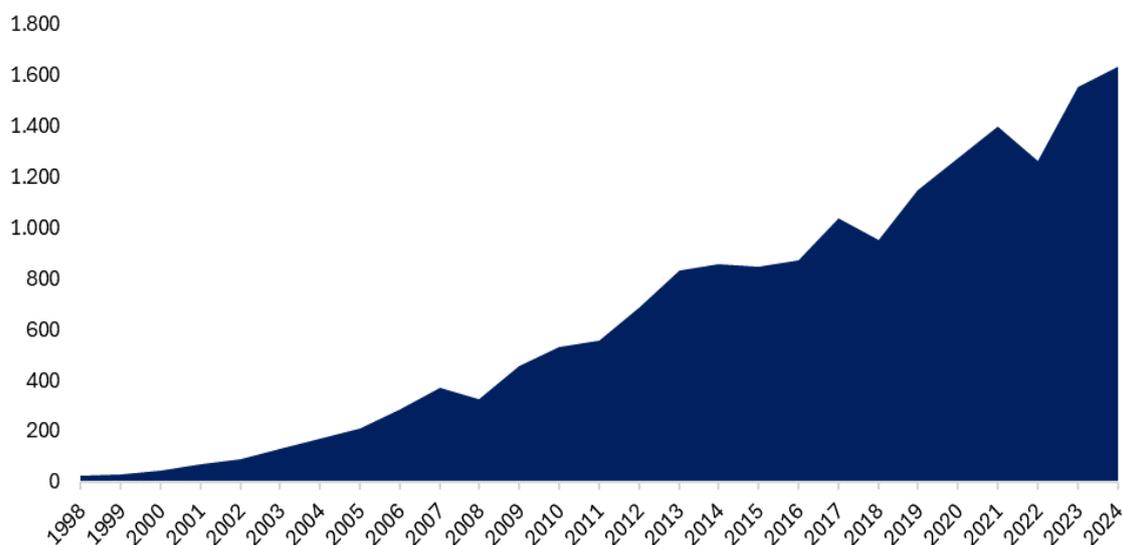
4.4. Estrategia de Inversión

La estrategia de inversión del FGPN se expresa en un mandato de gestión emitido por el Ministerio de Finanzas. El mandato especifica en qué mercados puede invertir el fondo y qué cantidad se puede invertir en las diferentes clases de activos: acciones, bonos, *real estate*, infraestructuras o energías renovables. Las inversiones se realizan en todos los mercados, países y monedas y se encuentra presente en 72 países. El rendimiento del fondo se mide contra un índice de referencia definido en el mandato, que, además, establece los riesgos que puede asumir el NBIM en la gestión del fondo (Government.no, 2023).

El índice de referencia desempeña un papel clave en la gestión del fondo. El índice se construye sobre la base de varios índices del FTSE Russell Group (acciones) y Bloomberg Barclays (bonos). El índice de referencia estratégico consta de acciones y bonos con pesos fijos del 70 y 30 por ciento, respectivamente. Tras establecer el índice de referencia, el NBIM construye una cartera que difiere algo del índice de referencia para explotar las características especiales y las ventajas competitivas del fondo (por ejemplo, invirtiendo en *real estate* o en infraestructura de energía renovable no cotizada). También debe cumplir con los requisitos del mandato en áreas importantes como cualquier inversión relacionada con el medio ambiente y la fortaleza fiscal de los países. Esta desviación del índice de referencia está limitada por un máximo, teniendo en cuenta la volatilidad relativa esperada, o error de seguimiento, de 1.25 por ciento.

El crecimiento del FGPN en los últimos 25 años ha sido increíble, en parte gracias a la estrategia de inversión mencionada anteriormente. Su éxito se ha convertido en un modelo a seguir para otros fondos soberanos alrededor del mundo, demostrando el potencial de una gestión de inversiones prudente y enfocada en el largo plazo. En la figura 8, se puede observar el crecimiento del fondo en los últimos 25 años.

Figura 8: Crecimiento del FGPN en los últimos 25 años



Nota: Datos en millones de dólares

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Norges Bank Investment Management

4.4.1. Sostenibilidad en la renta variable del fondo

La integración de criterios ESG en las decisiones de inversión del FGPN en renta variable es esencial para ayudar a lograr la transición hacia una economía descarbonizada. En 2023, los *portfolio managers* del fondo participaron en 2.100 reuniones con empresas donde se trataron temas ESG.

Lo que hace especial al FGPN es que además de impartir conocimientos de ESG entre sus empleados, proporciona una serie de herramientas para que la implementación de políticas sostenibles sea posible. En 2023, desarrollaron un panel de control específico de gobernanza para las carteras que permite a los gestores ver las inclinaciones de las carteras según su puntaje de gobernanza interno, así como los puntos de datos subyacentes. También ampliaron el uso de su simulador de inversiones para mostrar métricas ESG basadas en análisis externos y desarrollados internamente, como incidentes ESG en las noticias y empresas señaladas por sus equipos de análisis forense contable y de comportamiento.

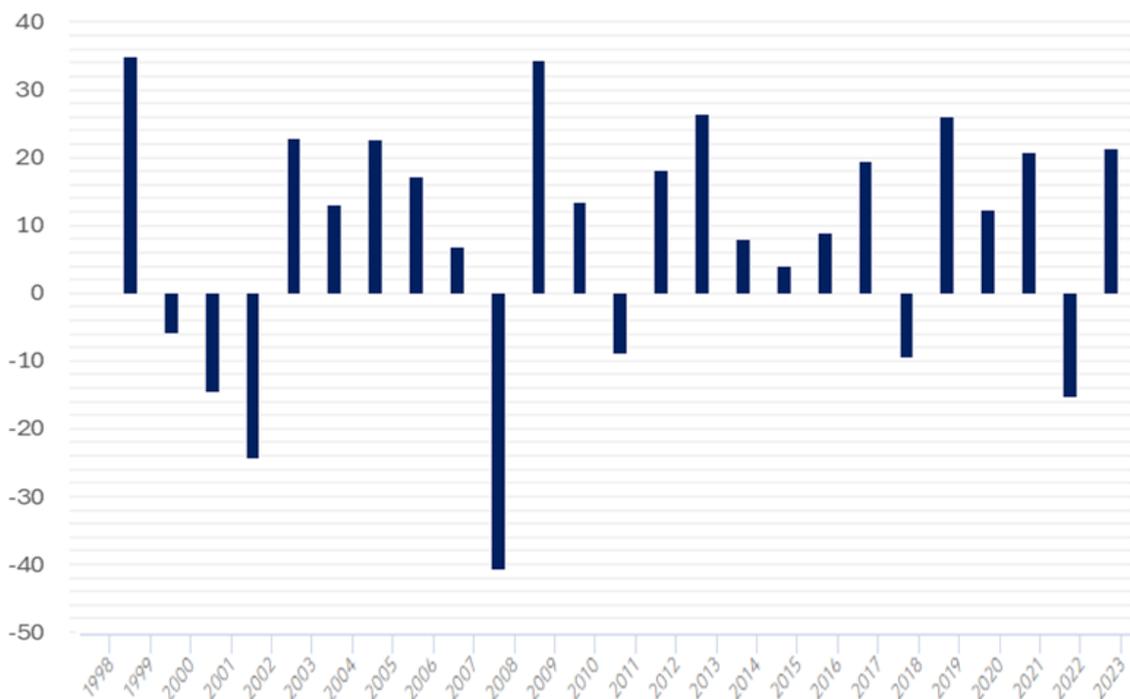
Por si no fuera poco, su equipo de análisis forense contable ha desarrollado una herramienta de detección que examina más de 100 ratios contables para ayudar a identificar empresas cuyas fuentes de ingresos o flujos de efectivo puedan ser insostenible, todo esto gracias a la inteligencia artificial.

La transición energética y la descarbonización industrial representan desafíos complejos en el contexto global actual. Desde la firma del Acuerdo de París en 2015, ha habido una adopción rápida y generalizada de objetivos de cero emisiones netas por parte de multinacionales alrededor del mundo. Este compromiso hacia la sostenibilidad y la reducción de emisiones es un paso crucial para mitigar el cambio climático y el FGPN comparte este fin.

El fondo tiene inversiones significativas en empresas que apoyan la descarbonización industrial y en empresas involucradas en la transición energética. Al final de 2023, el 9 por ciento de la cartera de acciones del fondo estaba invertido en empresas que generaban ingresos a partir de soluciones climáticas, según la definición de MSCI. También se siguen de cerca las inversiones incluidas en el índice de Oportunidades Ambientales del FTSE, que rastrea a las empresas que generan al menos el 20 por ciento de sus ingresos a partir de productos y servicios ambientales. Al final de 2023, el 14 por ciento de las inversiones en acciones del fondo estaban en empresas incluidas en este índice.

Respecto a la rentabilidad de su cartera de renta variable, en la Figura 9, se puede observar el retorno anual histórico del fondo. El FGPN ha generado un rendimiento anual de 6.09 por ciento entre el 1 de enero de 1998 y el final de 2023. El rendimiento real neto anual del fondo es del 3.83 por ciento. En 2023, el rendimiento relativo del fondo fue 0.18 puntos porcentuales inferior al índice de referencia con el que se mide el fondo. El fondo ha superado al índice de referencia por 0.28 puntos porcentuales desde 1998. Al tener un índice como referencia y no poder desviarse con una gestión activa, el FGPN se ha visto perjudicado en los años donde los mercados financieros se han tambaleado, arrastrando a todos los índices.

Figura 9: Retorno histórico de las inversiones en renta variable



Nota: Datos expresados en porcentajes

Fuente: Elaboración propia en base a Norges Bank Investment Management. Fund Returns

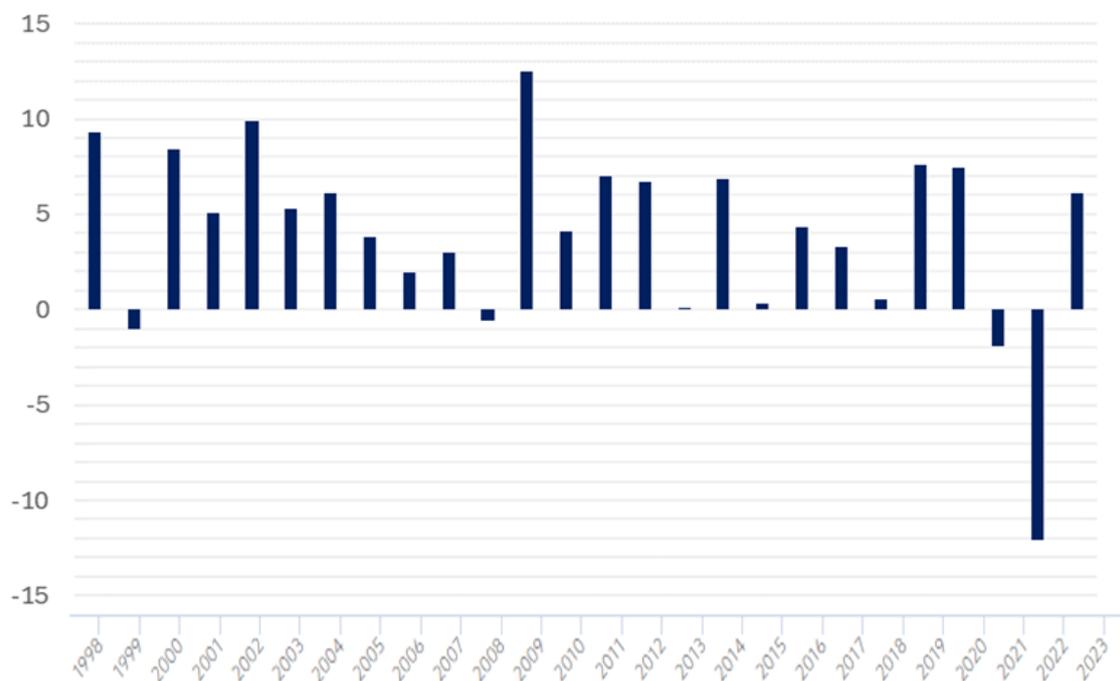
4.4.2. Sostenibilidad en la renta fija del fondo

Los *portfolio managers* que invierten en renta fija corporativa también se benefician de tener en cuenta las consideraciones ESG. Una mala gobernanza corporativa o altos riesgos de sostenibilidad pueden convertirse en un riesgo de crédito significativo e impactar en la rentabilidad. Por lo tanto, buscan comprender los factores de riesgo ESG para la industria y la empresa, basándose en su conocimiento interno y fuentes externas. Estas evaluaciones se integran en su investigación, tanto antes de invertir como de manera continua.

Los gestores del FGPN invierten en bonos verdes, sociales o con otra etiqueta, pero no tienen un mandato específico relacionado con estos instrumentos. Esto significa que evalúan todos los bonos de la misma manera. Sin embargo, la mayoría de sus bonos son verdes, lo que hace indicar un compromiso con el medioambiente, debido a que estos bonos son emitidos para levantar capital con el objetivo de financiar proyectos sostenibles. Estos pueden incluir proyectos relacionados con energía renovable, eficiencia energética, transporte verde, conservación de la biodiversidad y otros proyectos sostenibles y ecológicos relacionados. A finales de 2023, los bonos verdes en su cartera de renta fija tenían un valor de 7.500 millones de dólares.

Por último, en la Figura 10 se puede observar el retorno anual histórico del FGPN en su cartera de renta fija. El índice de referencia de la cartera de renta fija está basado en la media ponderada de varios índices con 17.565 bonos de 2.398 emisores. También se puede apreciar como al estar orientado al largo plazo, con una duración elevada, el FGPN sufrió su mayor caída en renta fija con la subida de los tipos de interés. Generalmente, cuanto más alta sea la duración de un bono, la caída en su precio va a ser mayor cuando suben los tipos de intereses (PIMCO,s.f.).

Figura 10: Retorno histórico de las inversiones en renta fija



Nota: Datos expresados en porcentajes

Fuente: Elaboración propia en base a Norges Bank Investment Management. Fund Returns (2024)

4.4.3. Inversión Responsable

El mandato de gestión requiere que la inversión responsable sea una parte integral de la gestión del fondo. La inversión responsable y la propiedad activa apoyan la creación de valor a largo plazo y ayudan al objetivo del FGPN de obtener el mayor retorno posible. La gestión de riesgos y oportunidades relacionados con el clima es una prioridad clave. Además, el FGPN juega un papel muy importante en la transición energética conforme al Acuerdo de París. Su principal objetivo es impulsar a las empresas que tienen en cartera hacia las cero emisiones netas en el año 2050. Trabajan en tres niveles:

En primer lugar, actúan a nivel de mercado para aprovecharse de su gran tamaño y elevar los estándares globales en materia de sostenibilidad de todas las empresas.

- Impulsan la obligatoriedad del informe de sostenibilidad corporativa y la diligencia debida ambiental y social para mejorar el rendimiento de las empresas y la calidad y disponibilidad de los datos ESG.
- Agudizan sus expectativas sobre el cambio climático y los derechos humanos y comunican sus puntos de vista sobre las prácticas de auditoría y los intereses de los consumidores.
- Se comprometen y comparten su experiencia con otros inversores para promover mejores prácticas de manera más efectiva. Incrementan su participación en iniciativas del sector y comparten estándares emergentes en los mercados.

En segundo lugar, trabajan internamente a nivel de cartera para monitorear la información ESG e integrarla en la gestión del fondo.

- Desarrollan su propia base de datos ESG y herramientas analíticas para hacer que la información ESG sea más relevante, confiable y disponible para la organización.
- Continúan desarrollando sus principios para la gestión del riesgo climático e integran la medición del riesgo climático en el análisis de la cartera para identificar riesgos y oportunidades.

Por último, actúan a nivel empresarial para promover una buena gobernanza y una adopción de prácticas comerciales sostenibles.

- Solicitan a las empresas que se comprometan con actividades comerciales alineadas con el objetivo de cero emisiones netas para el 2050 y que establezcan

objetivos de reducción a corto y mediano plazo para las emisiones directas y las indirectas materiales.

- Utilizan el voto de manera activa para promover sus puntos de vista como inversores y responsabilizar a los consejos de administración. Para el futuro, están considerando tener un papel más decisivo en las Juntas y presentar propuestas de accionistas si las empresas no cumplen con sus expectativas.

4.5.Principios Éticos del FGPN

El FGPN es oficialmente propiedad del Ministerio de Economía pero, en última instancia, pertenece a los ciudadanos noruegos, por lo que está influenciado por la opinión pública. A finales de los 90, cuando el Fondo comenzó a invertir en acciones y su valor empezó a aumentar, los ciudadanos insistieron en que debería usarse no solo para la justicia intergeneracional sino también para contribuir a la implementación de valores y normas éticas universalmente aceptadas. El Ministerio de Finanzas decidió establecer una comisión en 2002 bajo la presidencia de Hans Petter Graver, profesor de Derecho, para proponer una base sobre la cual el Parlamento podría decidir las regulaciones éticas. El informe entregado, denominado "Informe Graver", se presentó en julio de 2003 e identificó un conjunto de valores éticos aceptados internacionalmente relacionados con derechos humanos, gobernanza corporativa y protección ambiental basados en principios de la ONU y la OCDE (Chesterman, 2008). El informe destacó dos obligaciones éticas principales: A) garantizar rentas financieras con el objetivo de distribuir la riqueza petrolera a través de generaciones incluso cuando se agoten las reservas de petróleo, B) la necesidad de respetar los derechos fundamentales de aquellos influenciados por las empresas en las cuales el GPFG invierte.

4.5.1. Ejercicio activo de los derechos

NBIM está comprometido con la buena gobernanza corporativa y los principios estipulados en el Pacto Mundial de la ONU, la Organización Internacional del Trabajo, los Principios de Gobernanza Corporativa de la OCDE y las Directrices para Empresas Multinacionales de la OCDE. Ejerce sus derechos de propiedad a través de votación por poder en las juntas de accionistas de las 9,050 empresas en las cuales el GPFG invierte: durante 2023, votó en 115,266 resoluciones en 11,468 juntas de accionistas.

Estuvo presente en 3,298 reuniones de compañías donde estableció un diálogo, propuso acciones legales y reuniones con autoridades reguladoras en colaboración con otros inversores. Para poder ser transparentes, consistentes y predecibles en su enfoque hacia la votación, publican sus pautas de votación globales en su página web. Desde 2021, para ayudar a las compañías, publican sus decisiones de votación cinco días antes de la junta de accionistas, siempre acompañadas de una explicación en caso de que su voto sea negativo frente a las propuestas apoyadas por la junta (Norges Bank Investment Management, 2023a).

El objetivo es salvaguardar el valor de los activos del GPFPG y agregar valor a largo plazo, reconociendo que las empresas bien gobernadas tienen más probabilidades de mejorar el valor para los accionistas (Bebchuk, 2005), y son coherentes con la eficiencia a largo plazo de los mercados de capitales globales. Por tanto, NBIM se dedica a la inversión ética no solo por razones morales sino también por motivos de eficiencia. Siempre que NBIM identifica empresas que pueden representar un riesgo para los compromisos ambientales, sociales y de gobernanza, y el diálogo no es posible, puede desinvertir de tales empresas.

4.5.2. Cribado negativo y exclusión

El FGPN es el principal reflejo de los valores de la sociedad noruega. Por ello, según las directrices del Ministerio de Economía, se pueden establecer dos categorías: exclusiones basadas en el producto y exclusiones basadas en la conducta.

En las exclusiones basadas en el producto, el fondo no debe invertir en empresas que, directamente o a través de entidades que controlan, fabriquen o vendan armas para conflictos bélicos, o que causen un perjuicio grave para el medioambiente. Además, existe un criterio basado en el carbón que se aplica a empresas en dos subcategorías: empresas mineras que obtienen el 30 por ciento o más de sus ingresos de la producción de carbón térmico, y empresas de energía que tienen una capacidad de generación de energía a base de carbón superior a los 10.000 MW (Norges Bank Investment Management, 2023a).

En 2023, ninguna compañía fue excluida según la categoría del producto que desarrollan. Un total de 107 compañías que producen una serie de armas, tabaco, cannabis, carbón, o que usan el carbón para generar energía están excluidas del fondo.

En las exclusiones basadas en la conducta, se puede excluir a las empresas del fondo cuando existe un riesgo inaceptable de que su conducta contribuya a violaciones de normas éticas fundamentales. Esto incluye actos u omisiones que, a nivel de la empresa en su conjunto, resulten en emisiones de gases de efecto invernadero. El Consejo de Administración del NBIM toma sus decisiones de exclusión basándose en la probabilidad de futuras violaciones de las normas, la gravedad y el alcance de estas violaciones, y la relación entre la violación y la empresa en la cual el fondo está invertido.

En 2023, se anunció la exclusión de seis empresas por conductas consideradas como violaciones particularmente graves de las normas éticas, mientras que dos exclusiones fueron revertidas. Actualmente, un total de 57 empresas están excluidas debido a su conducta. La observación de dos empresas concluyó en 2023 (Norges Bank Investment Management, 2023a).

A modo de resumen, en la siguiente tabla se recogen algunos ejemplos de compañías que el fondo ha excluido y los motivos que han llevado a tomar esa decisión, así como el total de veces que ha ocurrido ese motivo desde el 2023.

Figura 11: Exclusiones éticas y observaciones

| Categoría | Motivo | 2023 | 2002-2023 |
|------------------------|---|--|------------------|
| Exclusión | Violaciones severas de derechos humanos en situaciones de guerra | GAIL India Ltd, Korea Gas Corporation | 12 |
| | Daños al medioambiente muy graves | Power Construction Corp of China | 24 |
| | Otras violaciones de normas éticas fundamentales | Delek Group Ltd | 21 |
| | Venta de armas a un país que utiliza las armas en un conflicto bélico | AviChina Industry & Tech, Bharat Electronics | 107 |
| Observación | Violación de DDHH | Orlen SA | 14 |
| | Violaciones severas de derechos humanos en situaciones de guerra | KDDI, Sumitomo Corp | 2 |
| | Corrupción severa | Petrofac Ltd | 3 |
| Exclusiones Revocadas | Otras violaciones de normas éticas fundamentales | PT Semen Indonesia | 5 |
| | Producción de determinadas armas | Serco Group Ltd | 6 |
| Observación finalizada | Violaciones severas de derechos humanos en situaciones de guerra | Thoresen Thai Agencies | 14 |
| | Daños al medioambiente muy graves | Kirin Holdings | 1 |
| | | Hyundai Glovis Co | 9 |

Fuente: Elaboración propia en base al informe de sostenibilidad del NBIM

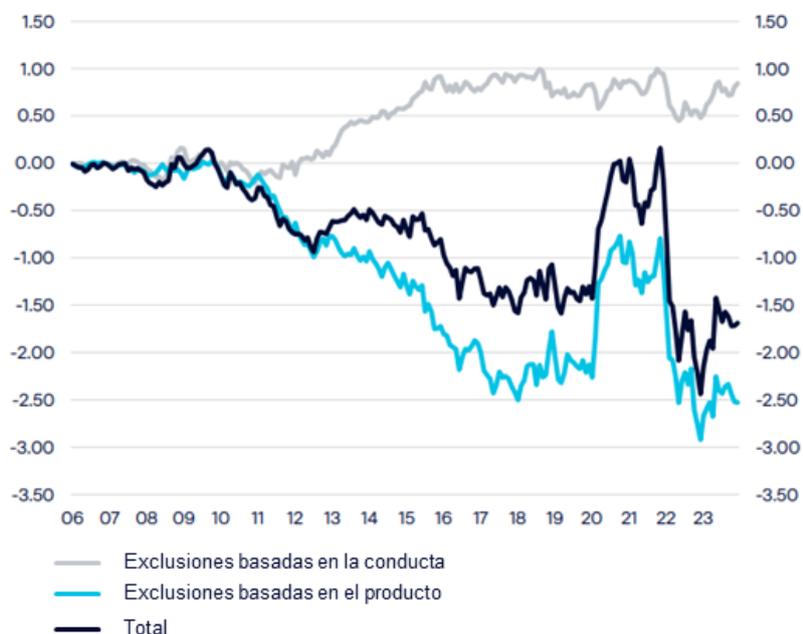
Tras este estudio, la cuestión a dilucidar es si esas exclusiones han contribuido al retorno del fondo o por el contrario han perjudicado el retorno de la cartera de renta variable. En el apartado de exclusiones éticas de su informe de sostenibilidad, NBIM reporta que las exclusiones basadas en productos han reducido el retorno acumulado en el índice de referencia de la renta variable en alrededor de 2.5 puntos porcentuales, o 0.05 puntos porcentuales anualmente. Esto ha sido principalmente por la exclusión de fabricantes de armas y de productores de tabaco. Es un claro ejemplo de que el FGPN no trata de maximizar el beneficio, sino que busca invertir en empresas donde sus valores estén alineados con los de los ciudadanos noruegos (Norges Bank Investment Management., 2023a).

Para Clark y Monk (2010), estos estándares éticos representan un coste por la ignorancia financiera de no incluir esas empresas en sus carteras. Según Marriage (2016), la convicción del fondo de excluir empresas tabacaleras tan importantes como Phillip Morris o Imperial Tobacco, ha costado 1.900 millones de euros en beneficios perdidos.

Sin embargo, las exclusiones basadas en la conducta han aumentado el retorno acumulativo en el índice de referencia de acciones en alrededor de 0.8 puntos porcentuales, o 0.02 puntos porcentuales anualmente. La exclusión de empresas debido a daños ambientales graves ha contribuido particularmente de manera positiva, lo que ilustra que la implementación de criterios ESG en las decisiones de inversión se traduce no solo en una mejora de la sociedad, sino también en retornos económicos (Norges Bank Investment Management, 2024).

El siguiente gráfico muestra el impacto de las exclusiones en el retorno del índice de referencia, comparándolo con un índice que no ha sido ajustado por las exclusiones.

Figura 12: Impacto en la rentabilidad del índice de referencia de renta variable incluyendo las exclusiones en comparación a un índice no ajustado.



Fuente: Elaboración propia en base al informe de sostenibilidad del NBIM

Desde 2006, el índice de referencia de acciones ha retornado 1.7 puntos porcentuales menos de lo que habría hecho sin ninguna exclusión ética. En una base anualizada, el retorno ha sido 0.03 puntos porcentuales más bajo (Norges Bank Investment Management, 2023a)

4.5.3. Desinversiones en función del riesgo

Para mitigar el riesgo a largo plazo del fondo, el FGPN puede desinvertir en compañías si considera que no están alineadas con sus valores. El uso de esta herramienta se elige típicamente para inversiones pequeñas seleccionadas donde se descubre una gestión sistemática deficiente de los riesgos ESG y donde el compromiso con la empresa ha fallado o es poco probable que tenga éxito.

En 2023, desinvertieron en 86 empresas tras evaluaciones de riesgos ESG y reincorporaron tres empresas después de que las compañías mejoraron los puntos que el fondo había criticado en el pasado.

En el siguiente gráfico se puede ver en detalle los temas que consideran los gestores del FGPN para desinvertir, así como el total de empresas que han desinvertido en los últimos 4 años.

Figura 13: Desinversiones en función del riesgo en los últimos 4 años

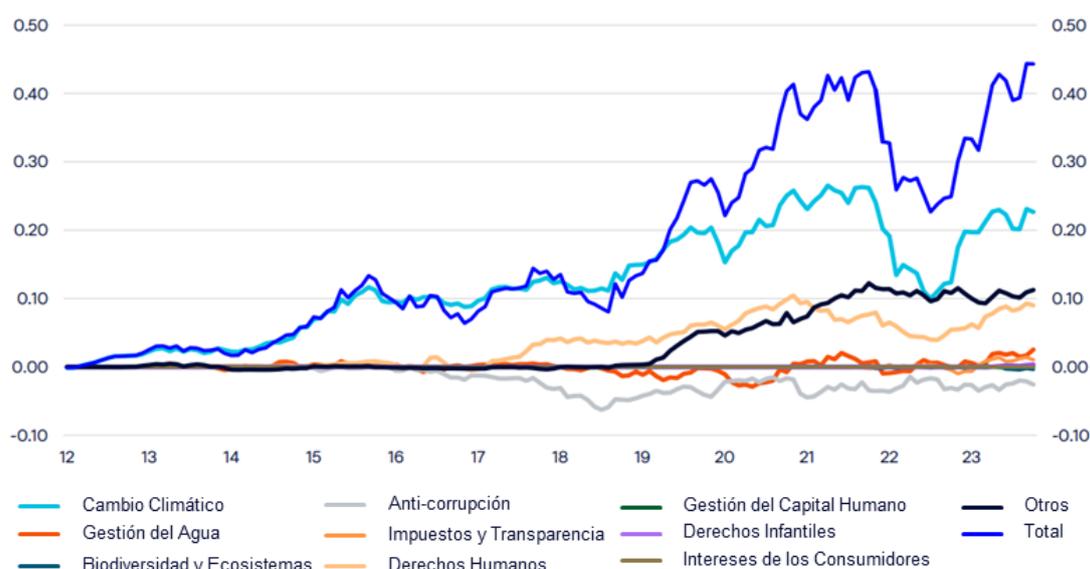
| Tema | Motivo | 2023 | 2022 | 2021 | 2020 |
|--------------------------------------|---|------|------|------|------|
| Cambio Climático | Alto porcentaje de su negocio relacionado con el carbón o con el petróleo | 11 | 5 | 4 | 0 |
| Gestión del Agua | Insuficiente gestión del riesgo relacionado con el uso del agua | 5 | 6 | 1 | 0 |
| Biodiversidad y Ecosistemas | Exposición a mercados asociados con la degradación del ecosistema | 3 | 6 | 8 | 0 |
| Anti-corrupción | Exposición a mercados con altos niveles de corrupción | 11 | 7 | 4 | 0 |
| Impuestos y Transparencia | Alto riesgo por una agresiva planificación fiscal | 1 | 5 | 4 | 7 |
| Derechos Humanos | Exposición a mercados con un alto número de violaciones de derechos humanos | 24 | 29 | 29 | 9 |
| Derechos Infantiles | Insuficiente gestión del riesgo relacionado con los derechos infantiles | 3 | 0 | 0 | 0 |
| Gestión del Capital Humano | Insuficiente gestión del riesgo relacionado con la gestión del capital humano | 7 | 12 | 0 | 0 |
| Intereses de los Consumidores | Insuficiente gestión del riesgo relacionado con los intereses de los consumidores | 2 | 0 | 0 | 0 |
| Otros | Exposición a otros riesgos ESG | 19 | 4 | 2 | 16 |
| Total | | 86 | 74 | 52 | 32 |

Fuente: Elaboración propia en base a los informes de sostenibilidad del NBIM de los últimos 4 años

Ahora bien, centrándonos en la rentabilidad, ¿contribuyen estas desinversiones a la rentabilidad de la cartera de renta variable? En su informe de Sostenibilidad de 2023, el CEO del NBIM, Nicolai Tangen, dijo que el haber desinvertido en 526 compañías desde 2012, había aumentado el retorno acumulado de la gestión de la cartera variable en 0.44 puntos porcentuales, o 0.02 puntos porcentuales anuales.

Contextualizando estas cifras en términos monetarios, las decisiones de desinversión han contribuido un total de NOK10bn (€878m) desde 2012 (Higgins, 2024). En la Figura 14, se recoge un análisis temporal donde se puede observar que las desinversiones por cambio climático han sido las que más impacto han tenido, muy seguidas de los derechos humanos.

Figura 14: Impacto en la rentabilidad de las desinversiones en función del riesgo.



Nota: Datos expresados en puntos porcentuales.

Fuente: Elaboración propia en base al informe de sostenibilidad del NBIM

4.6. Impacto en España. Principales Inversiones

El FGPN elevó en 2023 sus inversiones en España hasta niveles récord, con un total de 22.000 millones de euros. El dato asombroso y del que muy pocos inversores institucionales pueden presumir es que se encuentra en el capital de las 35 empresas que componen el principal índice bursátil español, el IBEX-35 (Munarriz, 2023).

Su mayor inversión se encuentra en Iberdrola, con casi 2.500 millones de euros, representando un 3,45%⁴ (Iberdrola, 2024a). Es un frecuente socio de la compañía presidida por Ignacio Sánchez Galán y a principios de 2024, anunciaron una coinversión de más de 2.000 millones de euros en España y Portugal en los próximos tres años. Las empresas tienen el objetivo de incorporar más de 1.300 MW renovables adicionales a su acuerdo firmado el año pasado, hasta alcanzar los 2.600 MW (Iberdrola, 2024b). Este, es el claro ejemplo de que un gran FSI como el FGPN, tiene intención de jugar un papel clave en la descarbonización de la economía española.

⁴ Porcentajes a abril de 2024

También ostenta participaciones significativas en Santander (1.950 millones; el 2,26%), BBVA (1.800 millones; el 2,84%), Inditex (1.424 millones; el 1,0%), Cellnex (894 millones; 3,63%), Repsol (764 millones; 4,7%, la proveedora de soluciones tecnológicas para viajes Amadeus (544 millones), Telefónica (360,4 millones), Ferrovial (253,2 millones), Caixabank (179,2 millones), AENA (155,1 millones), Unicaja (150 millones), Bankinter (134,4 millones), ACS (121,3 millones), Redeia (116,9 millones) y Grifols (101,7 millones). Esas son todas sus posiciones por encima de 100 millones⁵.

Fuera del IBEX, el FGPN participa en España en compañías sanitarias (Almirall, Atrys, Faes Farma), de distribución y alimentación (Ebro Foods, DIA), de medios de comunicación (Atresmedia, Prisa), de vivienda (Lar, Neinor Homes) y de seguros (Línea Directa). En total tiene una participación en 61 empresas de nuestro país.

Sin embargo, detrás del increíble récord de inversión noruega en España, se esconde una imagen de largo plazo menos alentadora, que obedece a la pérdida de peso de la economía española en los mercados internacionales. A finales de 2023, y como se puede observar en la Figura 11, el total de la inversión en España respecto al total del FGPN apenas representaba un 1,44%, frente a los 2,8% de hace una década y 4,5% de hace dos (Monzón, 2024).

Figura 15: Inversión en España del FGPN en los últimos 10 años.



Fuente: El Confidencial (2024)

⁵ Porcentajes según Munarriz (2023) y actualizado el valor de esa participación a abril de 2024.

Al analizar el repliegue de Norges en el mercado español, se observa una significativa reducción en la inversión en renta fija: los bonos españoles, que en 2003 representaban el 3,8% de la cartera, ahora solo constituyen el 0,5%. La renta variable ha sido más estable, pasando del 1% al 0,87%. Sin embargo, el cambio más notable es el enfoque del fondo, que ha pasado de estar mayoritariamente invertido en renta fija (57,3% en 2003) a un claro sesgo hacia la bolsa, concentrando actualmente el 70,9% de sus inversiones (Monzón, 2024).

Para ser justos, la situación de España refleja la disminución de Europa como centro atractivo para las inversiones del FGPN. En este periodo, la proporción del valor de las inversiones del FSI noruego en Europa ha disminuido significativamente: desde un 59,5% en 2003 a un 45,6% diez años más tarde, y actualmente se sitúa solo en un 28,7%. En 2003, siete de las diez principales inversiones en bolsa del fondo noruego correspondían a empresas europeas (incluidas las cuatro más grandes). Hoy en día solo tres empresas europeas figuran en este listado (ocupando las posiciones sexta, octava y novena), siendo desplazadas por las grandes firmas tecnológicas de Estados Unidos. De hecho, actualmente, casi la mitad del capital invertido por el fondo noruego se encuentra en Estados Unidos (Norges Bank Investment Management, s.f.b).

CAPÍTULO V: FONDO SOBERANO ESPAÑOL COMO SOLUCIÓN AL AUMENTO DE LAS PENSIONES, ¿ES POSIBLE?

5.1. Situación actual

Tras estudiar el fondo soberano Noruego y como cierre de este estudio, visto el enorme éxito del FGPN, cabe hacerse la siguiente pregunta: ¿Es posible elaborar un modelo similar en España para hacer frente al insostenible sistema de pensiones actual? En este apartado trataremos de responder a esta cuestión.

El sistema de pensiones en España enfrenta desafíos significativos, como resultado de una combinación de factores demográficos y económicos que amenazan su sostenibilidad a largo plazo. Como en muchos países desarrollados, España se ve afectada por el envejecimiento de su población, un fenómeno caracterizado por una baja tasa de natalidad y un aumento en la esperanza de vida. Este cambio demográfico ha incrementado la proporción de jubilados en relación con la población activa, lo que ejerce una presión considerable sobre el sistema de pensiones, donde las contribuciones de los trabajadores financian las pensiones de los retirados (Arcos, 2022).

Para abordar estos desafíos, el sistema de pensiones español ha experimentado diversas reformas. Estas incluyen el aumento de la edad de jubilación y la modificación de las fórmulas para calcular las pensiones, intentando vincular más estrechamente los beneficios con las contribuciones previas y extendiendo el período considerado para el cálculo de la pensión final. La última de ellas ha sido la creación de una nueva cuota de solidaridad, que entrará en vigor a partir de 2025, con el único objetivo de ayudar a sostener las pensiones (Sánchez, 2024).

A pesar de estas medidas, persisten preocupaciones acerca de la capacidad del sistema para proporcionar pensiones adecuadas y sostenibles en el futuro, agravadas por una alta tasa de desempleo y cambios en la estructura del mercado laboral que afectan la capacidad de financiación del sistema. La sostenibilidad del sistema se ve aún más amenazada por el envejecimiento poblacional acelerado y un modelo que todavía depende en gran medida de la financiación intergeneracional.

Sentadas las bases del problema, se analizará la solución de la creación de un fondo soberano desde dos puntos de vista: uno cualitativo y otro cuantitativo.

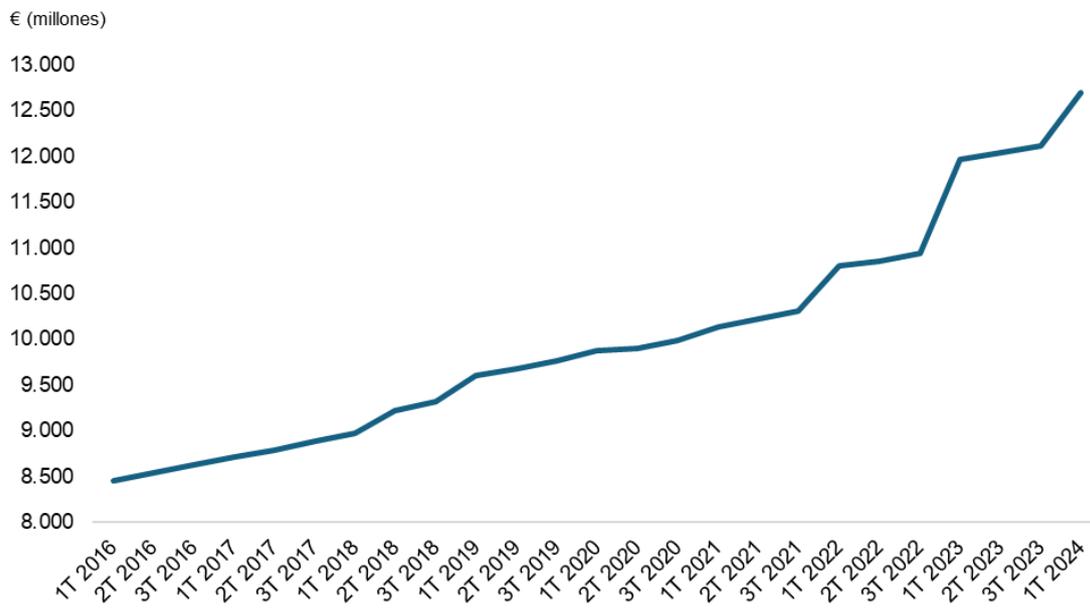
Anteriormente, en capítulos anteriores, se estudiaron las fuentes de procedencia de los ingresos de los FSI. En el caso de España, los economistas plantean la dificultad de utilizar los recursos naturales como principal fuente de ingresos debido a que el país no cuenta con ningún recurso natural que genere ingentes ingresos como el Statoil noruego o los que tienen los países del Golfo (Espallargas, 2023).

Sin embargo, también existen FSI que no dependen de los recursos naturales, como es el caso del fondo soberano francés *Caisse des dépôts et consignations* (CDC), el de China, el de Singapur o el de Australia, conocido como “*Future Fund*”. El CDC de Francia genera ingresos invirtiendo en activos o prestando a entidades gubernamentales, utilizando estos fondos para financiar proyectos de desarrollo económico y social. Por otro lado, los fondos soberanos de China y Singapur, CIC y GIC, respectivamente, se capitalizan en parte con divisas obtenidas de inversiones extranjeras. Estos países reinvierten estos fondos en activos y proyectos de infraestructura, promoviendo así su crecimiento económico.

Ahora bien, adentrándonos en el análisis cuantitativo y dejando al margen la posibilidad de obtener recursos de diversas formas, ¿cuál sería la cifra necesaria para que España pueda hacer frente a las pensiones? Para ello, es necesario estudiar la evolución del gasto de pensiones en España.

En la Figura 11, podemos observar cómo ha ido aumentando el gasto público en pensiones hasta llegar a la cifra de 12.668 millones de euros, correspondiente a un 11,5% del PIB en Febrero (Epdata, 2024).

Figura 16: Evolución del gasto en pensiones en España en los últimos 8 años



Fuente: Elaboración propia a partir de epdata

5.2. Alemania como ejemplo

España no es el único país de la UE que se encuentra inmerso en el grave problema que supone el incremento de las pensiones. Otros miembros, como Alemania, ya se han puesto manos a la obra para encontrar una solución y precisamente, han recurrido a la fórmula mencionada supra de crear un FSI para sufragar el incremento de las pensiones.

La iniciativa del gobierno alemán de introducir un esquema de pensiones adicional que invierta en los mercados de capitales tiene como objetivo abordar la desconexión entre las tendencias salariales y los valores de las pensiones. Este nuevo enfoque es en parte una respuesta a las presiones demográficas donde una población envejecida, específicamente la gran generación de *baby boomers*, está comenzando a jubilarse, lo que amplía la brecha entre los salarios y las pensiones (Reuters, 2024).

Como primer paso, el gobierno requerirá de endeudamiento público, a pesar de la larga aversión de Alemania hacia la deuda. Concretamente, emitirá 13.000 millones de euros en deuda soberana. Sin embargo, no contará para el estricto "freno de la deuda"⁶ que impone disciplina fiscal al gobierno. La segunda novedad es que el fondo invertirá dinero público en acciones.

El ministro de Finanzas, Christian Lindner, dijo que esperaba rendimientos de más del 3% o 4%, después de deducir los costes del servicio de la deuda en un ambiente de elevados tipos de interés (Chazan, 2024).

Si es así, los 8 mil millones de euros al año que el fondo producirá en 10 años solo harán una mella en el déficit de pensiones, al cual el gobierno está subvencionando este año por un total de 127 mil millones de euros —o el 27% del presupuesto federal. El “Capital Generacional” no eximirá a los trabajadores alemanes de mayores contribuciones o menores beneficios, ni al gobierno de más financiación para las pensiones. Sin embargo, es un paso en la dirección correcta porque será administrado de manera independiente al gobierno. Podría servir como modelo para otros países europeos al mostrar que el dinero público invertido en los mercados de capitales puede ser una fuente de financiación para las pensiones de un continente envejecido (Briancon, 2024).

En conclusión, tendremos que esperar para ver si la creación de un fondo soberano es un éxito en el país alemán, pero al menos nuestros vecinos ya se están poniendo manos a la obra para solucionar el problema del pago de las pensiones de las generaciones venideras.

⁶ El freno de la deuda alemán forma parte de su Constitución y consiste en limitar el endeudamiento neto estructural del gobierno federal al 0,35 % del PIB.

CAPÍTULO VI: CONCLUSIONES

Tras haberse realizado un estudio exhaustivo sobre los Fondos Soberanos de Inversión (FSI), queda claro su papel esencial para la sostenibilidad global. Los FSI gestionan activos que superan los 11 trillones de dólares, lo que les otorga una influencia significativa en los mercados financieros globales. Integrar criterios ESG (en sus decisiones de inversión no solo protege los activos contra riesgos financieros y políticos a largo plazo, sino que también promueve prácticas empresariales responsables y sostenibles). Esta integración es esencial para la transición hacia una economía descarbonizada y sostenible. Además, al destinar grandes cantidades de capital a proyectos sostenibles, los FSI pueden mejorar el medio ambiente y contribuir al desarrollo social, actuando como catalizadores de un cambio positivo hacia la sostenibilidad global. Su capacidad para influir en las decisiones empresariales a través de inversiones estratégicas convierte a los FSI en actores fundamentales en la lucha contra el cambio climático y en la promoción de un desarrollo económico responsable.

En segundo lugar, el Fondo Gubernamental de Pensiones del Gobierno de Noruega (FGPN) es el mayor FSI del mundo y se destaca por su compromiso con la sostenibilidad y la transparencia. Su éxito demuestra que es posible gestionar un fondo soberano de manera ética y sostenible. Ciertamente, esto es una paradoja porque la mayor parte de sus recursos proceden de minas de petróleo. La estructura de gobernanza del FGPN, que incluye una clara delegación de funciones y sistemas efectivos de control y supervisión, garantiza una gestión eficiente y transparente. Su estrategia de inversión responsable se basa en criterios ESG, y el fondo realiza desinversiones en empresas que no cumplen con estos estándares. Este enfoque ha permitido al FGPN obtener buenos rendimientos financieros mientras contribuye positivamente al medio ambiente y a la sociedad. El fondo invierte en empresas que apoyan la descarbonización y en proyectos de energía renovable, demostrando que es posible equilibrar la generación de ingresos y el compromiso con la sostenibilidad. Este modelo puede servir de referencia para otros FSI y para la creación de nuevos fondos soberanos en otros países, como España.

En tercer lugar, dos características esenciales de los FSI para tener legitimidad y éxito en el largo plazo son la transparencia y la buena gobernanza.. La falta de transparencia puede generar desconfianza y riesgos de estabilidad política y económica. Los Principios de Santiago y otros estándares internacionales han sido cruciales para establecer mejores prácticas de transparencia y gobernanza en los FSI. Estos principios incluyen la necesidad de políticas claras y divulgadas públicamente, una estructura de gobernanza sólida y una estrategia de inversión transparente y basada en principios sólidos de gestión de carteras. A pesar de los avances, es necesario un esfuerzo continuo para mantener y mejorar estos estándares, asegurando así la legitimidad y el éxito de los FSI en el futuro. La adopción de prácticas transparentes y de buena gobernanza no solo aumenta la confianza del público y de los mercados en los FSI, sino que también mejora su eficiencia operativa y su capacidad para alcanzar sus objetivos a largo plazo.

Por último, la creación de un fondo soberano podría ser la solución al sistema de pensiones actual. Adoptando las mejores prácticas de FSI exitosos, como el de Noruega, España podría diseñar un fondo que garantice la sostenibilidad económica a largo plazo y promueva inversiones responsables y sostenibles. Sin embargo, por razones cuantitativas expresadas anteriormente, es difícil imaginar la creación del mismo en nuestro país en el corto plazo. Tocaré seguir el recién creado fondo soberano alemán de cerca.

En resumen, la capacidad de los FSI para influir en las decisiones empresariales y gubernamentales a través de sus inversiones estratégicas los convierte en actores clave en la promoción de la sostenibilidad global. Su papel como inversores responsables puede generar beneficios económicos, sociales y ambientales a largo plazo, contribuyendo al bienestar global y al desarrollo sostenible.

DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA EN TRABAJOS FIN DE GRADO

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Jorge Sáenz Arenas, estudiante de Derecho y Administración y Dirección de Empresas de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "**El impacto de los fondos soberanos de inversión en la sostenibilidad global. Análisis del fondo gubernamental de pensiones noruego como modelo a seguir**", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
2. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 04 de junio de 2024.

Firma: Jorge Sáenz Arenas

BILIOGRAFÍA

- Alejos, C. L. (2014). *La Inversión Socialmente Responsable (ISR): una opción comprometida con el bienestar*. Cuadernos de la Cátedra “la Caixa” de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo, (22), 9-10.
- Al-Hassan, A., Papaioannou, M. G., Skancke, M., & Sung, C. C. (2013). *Sovereign Asset-Liability Management - Guidance for Resource-Rich Economies* (IMF Working Paper No. 13/231). International Monetary Fund.
<https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2013/231/001.2013.issue-231-en.xml>
- Arcos, J.M. (2022). Entender el problema de las pensiones en España a partir de la demografía. *El Economista*. Recuperado en marzo de 2024, de <https://www.economista.es/economia/noticias/11689930/03/22/Entender-el-problema-de-las-pensiones-en-Espana-a-partir-de-la-demografia-.html>
- Banco Mundial. (2023). *El cambio climático también es una cuestión de salud*. Recuperado en febrero de 2024, de <https://www.bancomundial.org/es/news/feature/2023/08/02/el-cambio-climatico-tambien-es-una-cuestion-de-salud>
- Balding, C. (2012). *Sovereign Wealth Funds: The New Intersection of Money and Politics*. Oxford University Press. Recuperado en marzo de 2024, de <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199842902.001.0001>
- Bauer, A. (2014). *Managing the public trust: How to make natural resource funds work for citizens*. Natural Resource Governance Institute, 20-60.

- Bebchuk, L.A (2005). The Case for Increasing Shareholder Power. *Harvard Law Review*, 118 (3), 833-914.
- Briancon, P. (2024). Germany sovereign pension fund is sound but small. *Reuters*. Recuperado en abril de 2024, de <https://www.reuters.com/breakingviews/germany-sovereign-pension-fund-is-sound-small-2024-04-03/>
- Center for the Governance of Change de IE University, ICEX-Invest in Spain, & Gobierno de España. (2023). Sovereign Wealth Funds 2023: Investing in a Different World Order (Javier Capapé Aguilar, Ed). Recuperado en marzo de 2024, de https://www.investinspain.org/content/dam/icex-invest/documentos/publicaciones/publicaciones_eng/SWF%20REPORT%202023.pdf
- Chesterman, S. (2008). The Turn to Ethics: Disinvestment from Multinational Corporations for Human Rights Violations - The Case of Norway's Sovereign Wealth Fund. *American University International Law Review*, 23, 577-615.
- Clark, G. L. & Monk, A. (2010). The Norwegian Government Pension Fund: Ethics over Efficiency. *Rotman International Journal of Pension Management*, 3(1), 14-19. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1618834>
- Commonwealth. (2024). Sovereign wealth fund leaders explore investing to achieve to achieve the Paris Agreement.. Recuperado en febrero de 2024, de <https://thecommonwealth.org/news/sovereign-wealth-fund-leaders-explore-investing-achieve-paris-agreement>
- Countrymeters. (2024). Población de Noruega. Recuperado en febrero de 2024, de <https://countrymeters.info/es/Norway>

Díaz, B., & Medina, R. (2023). Saudi Telecom compra el 9,9% de Telefónica por 2.100 millones y se convierte en el primer accionista. *Cinco Días*. Recuperado en marzo de 2024, de <https://cincodias.elpais.com/companias/2023-09-05/la-empresa-saudi-stc-compra-el-99-de-telefonica-por-2100-millones.html>

Epdata. (2024). Las pensiones en España, en datos. *Epdata*. Recuperado en abril de 2024, de <https://www.epdata.es/datos/pensiones-graficos-datos/20/espana/106#:~:text=N%C3%BAmero%20de%20pensiones%20y%20pensionistas%20En%20abril%20de,Espe%C3%B1a%20respecto%20al%20mismo%20mes%20del%20a%C3%B1o%20anterior.>

Espallargas, A. (2023). ¿Y si crear un fondo soberano al estilo noruego fuera la solución para las pensiones españolas?, *Forbes*. Recuperado en abril de 2024, de <https://forbes.es/forbes-funds/276960/y-si-crear-un-fondo-soberano-al-estilo-noruego-fuera-la-solucion-para-las-pensiones-espanolas/>

Fouche, G. (2024). Norway wealth fund posts record \$213 bln profit, driven by tech stocks. *Reuters*. Recuperado en febrero de 2024, de <https://www.reuters.com/business/finance/norway-wealth-fund-posts-213-bln-profit-driven-by-tech-stocks-2024-01-30/>

George, L., & Al Sayegh, H. (2023). Sovereign wealth funds struggle to turn their trillions to climate finance. *Reuters*. Recuperado en abril de 2024, de <https://www.reuters.com/sustainability/sustainable-finance-reporting/sovereign-wealth-funds-struggle-turn-their-trillions-climate-finance-2023-12-06/>

GITFSI. (2008). Santiago Principles. Recuperado en febrero de 2024, de <https://www.ifswf.org/santiago-principles-landing/santiago-principles>

- Global Reporting Initiative. (s.f.). Our mission and history. Recuperado en febrero de 2024, de <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history>
- Government.no. (2021). Norway's oil history in 5 minutes. Recuperado en marzo de 2024, de <https://www.regjeringen.no/en/topics/energy/oil-and-gas/norways-oil-history-in-5-minutes/id440538/>
- Government.no. (2023). Management mandate for the Government Pension Fund Global. Recuperado en abril de 2024, de https://www.regjeringen.no/contentassets/9d68c55c272c41e99f0bf45d24397d8c/2023.02.27_gfpg_management_mandate.pdf
- Gorshkov, V., & Hentov, E. (2024). *Investment trends among sovereign wealth funds. Asset allocation stable, returns less volatile*. State Street Global Advisors. Recuperado en abril de 2024, de <https://www.ssga.com/library-content/assets/pdf/global/mas/2024/investment-trends-among-sovereign-wealth-funds.pdf>
- Grira, J., Labidid, C., Rouatibi, W. (2018). *Does political risk matter for sovereign wealth funds? International evidence*. Science Direct. Recuperado en marzo de 2024, de <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.07.013>
- Higgins, K. (2024). NBIM's divestment decisions based on environmental, social risks yield NOK10bn returns. *IPE*. Recuperado en marzo de 2024, de <https://www.ipe.com/news/nbims-divestment-decisions-yield-nok10bn-returns/10071485.article>
- Hudson, L. (2009). Sovereign wealth funds. *Council on Foreign Relations*. Recuperado en abril de 2024, de <https://www.cfr.org/background/sovereign-wealth-funds>

- Iberdrola. (2024a). Participaciones de los accionistas significativos y del consejo de administración. Recuperado en abril de 2024, de <https://www.iberdrola.com/accionistas-inversores/accion/capital/participaciones>
- Iberdrola. (2024b). Anunciamos una alianza con Norges Bank Investment Management de más de 2.000 millones de euros de coinversión en España y Portugal. Recuperado en abril de 2024, de <https://www.iberdrola.com/sala-comunicacion/noticias/detalle/iberdrola-y-norges-bank-investment-management-anuncian-una-coinversion-de-2000-millones-de-euros-en-espana-y-portugal>
- Johnson, S. (2007). The rise of sovereign wealth funds. *Finance and development*, 44(3), 56.
- Karlsson, K. (2023). Norway's Sovereign Wealth Fund: Creating a Lasting Prosperity. *Quartr*. Recuperado en abril de 2024, de <https://quartr.com/insights/investment-strategy/norways-sovereign-wealth-fund-creating-a-lasting-prosperity>
- Larsen, E.R. (2006). Escaping the Resource Curse and the Dutch Disease? When and Why Norway Caught up with and Forged Ahead of Its Neighbors. *The American Journal of Economics and Sociology*, 65(3), 605-640.
- Linaburg, C & Maduell, M. (2008). Linaburg-Maduell Transparency Index (LMTI). *Sovereign Wealth Funds Institute*. Recuperado en enero de 2024, de <https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index>
- López, D. (2024). 2024 Annual Report. *Global SWF*. Recuperado en febrero de 2024, de <https://globalswf.com/reports/2024annual>

- Marriage, M (2016): Dumping Tobacco cost Norwegian Oil Fund \$1.9bn. *Financial Times*. Recuperado en marzo de 2024, de <https://www.ft.com/content/4b24e8a4-0304-11e6-99cb-83242733f755>.
- Mittelman, M. (2014). The Resource Curse. *Bloomberg*. Recuperado en marzo de 2024, de <https://www.bloomberg.com/view/quicktake/resource-curse>
- Monzón, A. (2024). Lo que el fondo de Noruega muestra sobre el declive de la economía española. *El Confidencial*. Recuperado en abril de 2024, de https://www.elconfidencial.com/mercados/el-valor-anadido/2024-03-03/norges-fondo-noruega-inversion-espana_3839629/
- Moses, J.W. & Letnes, B. (2017). *Managing resource abundance and wealth: the Norwegian Experience*. Oxford University Press, 17-87.
- Munarriz, A. (2023). El megafondo sigiloso: Norges se extiende por todo el IBEX sin abrir sede en España ni hacer ruido. *Infolibre*. Recuperado en abril de 2024, de https://www.infolibre.es/politica/gigante-invisible-fondo-soberano-noruego-suma-15-000-millones-inversiones-espana-abrir-sede_1_1551727.html
- Naciones Unidas. (2006). Annan lanza en Wall Street los Principios para la Inversión Responsable. Recuperado en abril de 2024, de <https://news.un.org/es/story/2006/04/1077801> en febrero de 2024.
- Norges Bank Investment Management. (s.f.a). *NBIM Governance Model*. Recuperado en marzo de 2024, de <https://www.nbim.no/globalassets/documents/governance/nbim-governance-model-document.pdf>

Norges Bank Investment Management. (s.f.b). *About the fund*. Recuperado en marzo de 2024, de <https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/>

Norges Bank Investment Management. (2023a). *Responsible Investment 2023*.

Recuperado en marzo de 204, de

<https://www.nbim.no/en/publications/reports/2023/responsible-investment-2023/web-report-responsible-investment-2023/>

Norges Bank Investment Management. (2023b). *Annual Report 2023*. Recuperado en

marzo de 2024, de <https://www.nbim.no/en/publications/reports/2023/annual-report-2023/>

Norges Bank Investment Management. (2024). *Fund Returns*. Recuperado en marzo de

2024, de <https://www.nbim.no/en/the-fund/returns/>

One Planet Sovereign Wealth Funds Network. (2022). *Framework Companion*

Document. Recuperado en enero de 2024, de

https://oneplanetwfs.org/wpfd_file/companion-document_2022/

Pimco. (s.f.). *Duration*. Recuperado en abril de 2024, de

<https://www.pimco.com/gbl/en/resources/education/understanding-duration#:~:text=Generally%2C%20the%20higher%20a%20bond%E2%80%99s%20duration%2C%20the%20more,go%20up%2C%20bond%20values%20fall%20and%20vice%20versa.>

Reuters. (2023). *Norway plans to spend \$37.3 billion from wealth fund in 2024*.

Recuperado en abril de 2024, de

<https://www.reuters.com/markets/europe/norway-plans-spend-373-bln-wealth-fund-2024-2023-10-06/>

- Reuters. (2024). Germany to introduce wage-linked pension scheme to guarantee living standards. Recuperado en abril de 2024, de <https://www.reuters.com/markets/europe/german-government-introduce-additional-pension-scheme-2024-03-05/>
- Rose, P. (2015). *Sovereign Wealth Funds and Domestic Political Risk*. Oxford Academic. Recuperado en marzo de 2024, de <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780198754800.013.20>
- Rozanov, A. (2005). "Who holds the Wealth of Nations?" *Central Banking Journal*, 15 (4), 52-57.
- Ryggvik, H. (2010). The Norwegian Oil Experience: a toolbox for managing resources? *Centre for Technology, Innovation and Culture*, 5-50. Recuperado en marzo de 2024, de <https://www.sv.uio.no/tik/forskning/publikasjoner/TIK-rapportserie/Ryggvik.pdf>
- Sachs, J. D. (2012). From Millennium Development Goals to Sustainable Development Goals. *The Lancet*, 379(9832), 2206-2211. [https://doi.org/10.1016/s0140-6736\(12\)60685-0](https://doi.org/10.1016/s0140-6736(12)60685-0)
- Sachs, J. D. (2015). Achieving the Sustainable Development Goals. *Journal of International Business Ethics*, 8(2), 53-62. http://www.cibe.org.cn/uploadfile/2016/2016_04_14_11193686.pdf#page=53
- Sánchez, E. (2024). El Gobierno aprueba el reglamento para asegurar que los salarios más altos aporten más al sistema de pensiones. *El País*. Recuperado en abril de 2024, en <https://elpais.com/economia/2024-03-26/el-gobierno-aprueba-el-reglamento-para-asegurar-que-los-salarios-mas-altos-aporten-mas-al-sistema-de-pensiones.html>

Savaresi, A. (2016). The Paris Agreement: a new beginning? *Journal of Energy & Natural Resources Law*, 34(1), 16-26.

<https://doi.org/10.1080/02646811.2016.1133983>

Sovereign Wealth Funds Institute. (2024). Top 100 Largest Sovereign Wealth Fund Rankings by Total Assets. Recuperado en febrero de 2024, de

<https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>

Summers, L. (2007). Funds that shake capitalist logic. *Financial Times*. Recuperado en enero de 2024, en [https://www.ft.com/content/bb8f50b8-3dcc-11dc-8f6a-](https://www.ft.com/content/bb8f50b8-3dcc-11dc-8f6a-0000779fd2ac)

[0000779fd2ac](https://www.ft.com/content/bb8f50b8-3dcc-11dc-8f6a-0000779fd2ac)

Truman, E. M. (2008). A blueprint for sovereign wealth fund best practices. *Peterson Institute for International Economics*, (PB08 – 3), 1-21.

Thinking Ahead Institute. (2023). Sovereign wealth funds take record share of global asset ownership. Recuperado en febrero de 2024, en

<https://www.thinkingaheadinstitute.org/news/article/sovereign-wealth-funds-take-record-share-of-global-asset-ownership/>

Unpri. (s.f). About the PRI. Recuperado en marzo de 2024, en

<https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>

US SIF. (s.f). US SIF Trends Report. Recuperado en abril de 2024, en

<https://www.ussif.org/trends>

WorldBank. (2022). GDP - United States. Recuperado en enero de 2024, en

https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=US&most_recent_value_desc=true

Wirtz, E. (2018). The Norwegian Government Pension Fund Global, Corporate Social Responsibility and Climate Change. *Revista de Economía Mundial*, (48), 179-198.