



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

**Influencia de los inversores institucionales en
la dirección estratégica de la empresa:
Relación Consejo de Administración –
Fondos Soberanos.**

Autor: Ignacio Mesa Vilallonga

Directora: María Paloma Bilbao Calabuig

1. TÍTULO Y AUTOR

*Influencia de los inversores institucionales en la dirección estratégica de la empresa:
Relación Consejo de Administración – Fondos Soberanos.*

Ignacio Mesa Vilallonga

2. RESUMEN Y PALABRAS CLAVE

A lo largo de este trabajo de investigación se van a estudiar los Fondos Soberanos de Inversión, específicamente, la relación que existe entre su inversión y las decisiones estratégicas y de Gobierno Corporativo de las empresas en las que invierten. El objetivo principal de este trabajo es contribuir a la doctrina existente, organizando los aspectos más relevantes de la motivación inversora de los FSI en las compañías. Este objetivo pretende conseguirse por dos medios. El primero consiste en una recopilación de la principal teoría, literatura y doctrina escrita acerca de los FSI. Y la segunda consiste en la realización de un estudio multicaso, que tiene como fin aplicar la teoría explicada a las empresas de sector energético español cotizadas en el índice bursátil IBEX 35. Con el objetivo de hacer de este un trabajo práctico y accesible al público, todos los datos empleados se han obtenido de fuentes públicas.

Palabras Clave: Fondos Soberanos de Inversión, Consejos de Administración, Gobierno Corporativo, Participación accionarial, Estrategia empresarial, Dirección estratégica, Influencia estratégica, Motivaciones de inversión, Naturaleza estratégica, Accionista.

Throughout this investigation work the Sovereign Wealth Fund institution is going to be studied, giving a deep insight into the Corporate Governance impact of their investment. The principal aim of this work is to contribute to the existing doctrine by organizing the main tasks regarding these fund's investment motivation in certain enterprises. This is

pretended to be accomplished by two ways. The first consists in a thorough study of the most relevant literature, theory and doctrine of the Sovereign Wealth Funds. And the second, consists in the development of a multicase study, whose objective is to apply the previously studied theories to the Spanish energetic sector companies, focusing on those listed companies from the stock index IBEX 35. In order to make this study practical and accessible to the public, all the data gathered, studied and explained, has been obtained from disclosed information sources.

Key Words: Sovereign Wealth Fund, Board of Directors, Corporate Governance, Shareholder, Stock Ownership, Business Strategy, Strategic Governance, Strategic Influence, Investment Motivation, Strategic Nature.

3. ÍNDICE DE CONTENIDO

1.	TÍTULO Y AUTOR	2
2.	RESUMEN Y PALABRAS CLAVE	2
3.	ÍNDICE DE CONTENIDO	4
4.	INTRODUCCIÓN	5
	4.1. Propósito y justificación del tema.....	5
	4.2. Objetivos	7
	4.3. Metodología	7
	4.4. Estructura	8
5.	MARCO TEÓRICO	9
	5.1. Perfil de los Fondos Soberanos de Inversión.....	9
	5.1.1 Clasificación.....	12
	5.2. Naturaleza estratégica	15
	5.3. Motivaciones de inversión	17
	5.3.1. Papel que juegan los inversores institucionales en el Gobierno Corporativo de las empresas.....	21
	5.3.2. Matriz corporativa.....	24
	5.4. Composición del accionariado de las empresas objeto de inversión	32
	5.4.1. Aproximación al fenómeno de la participación de Fondos Soberanos de Inversión en empresas Cotizadas.....	33
	5.5. Regulación	36
6.	ESTUDIO DE CAMPO	39
	6.1. Aproximación inicial al sector energético español.....	39
	6.2. Análisis Multicaso	40
7.	CONCLUSIONES	60
8.	BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS	63

4. INTRODUCCIÓN

4.1. Propósito y justificación del tema

Este Trabajo Final de Grado tiene como meta estudiar la influencia de los inversores institucionales en lo concerniente a la dirección estratégica, profundizando en particular, en la relación que existe entre los órganos de dirección y administración empresarial, y la figura de los fondos soberanos. Se pretende estudiar la teoría general existente en lo relativo al ámbito estratégico de los fondos soberanos de inversión (FSI), para posteriormente analizar el impacto que tienen estos *stakeholders* en la compañía. Por tanto, se llevará a cabo un profundo estudio de su funcionamiento, así como de la composición de los consejos de administración, y accionariado de las empresas en la que actúan para finalmente analizar la relación que existe entre su presencia en la propiedad de la empresa y la estrategia de esta.

La recuperación económica mundial, el repunte de la actividad en economías avanzadas y de la inversión extranjera directa por parte de las economías emergentes, han provocado el surgimiento de nuevas formas de organizaciones económicas, como son los fondos de inversión soberanos (*Sovereign Wealth Funds*). Éstas son instituciones de inversión cuya titularidad pertenece a un Estado y cuyo capital está compuesto por el superávit en la cartera de pensiones, explotación de recursos naturales, o reservas financieras del país. Principalmente están presentes en los mercados emergentes (Aguilera, Capapé, & Santiso, 2016).

Poco se conoce acerca de estas instituciones (Bodie & Briere, 2013), por lo que en este trabajo se pretende otorgar una visión empresarial del fenómeno de los fondos soberanos y de la inversión institucional y sus consecuencias.

Aunque el término Fondo Soberano de Inversión (FSI) fue primero acuñado en 2005 por Andrew Rozanov (2005), sigue existiendo gran división de opiniones en cuanto a su correcta denominación y definición. La literatura actual acerca de los fondos soberanos

se encuentra dispersa y fragmentada. Si bien, de acuerdo con Aguilera, Capapé y Santiso (2016), se aprecian tres características comunes de los fondos soberanos:

- i. Gran heterogeneidad en cuanto a tamaño, origen geográfico, destino geográfico de la inversión, así como composición y procedencia de los fondos y motivos de la política de inversión.
- ii. La influencia a corto plazo de los fondos soberanos sobre las empresas en las que invierten es comparable a la que ejercen otros inversores institucionales. Al contrario de lo que inicialmente se creía, las inversiones de estas instituciones han provocado tendencias alcistas en los activos cotizados de las empresas en las que invierten.
- iii. Sí que se conocen los motivos que dieron lugar a la aparición y creación de los fondos soberanos de inversión. Entre ellos: desarrollo económico y nacional de cada Estado, diversificación de fuentes y la creciente lucha por garantizar la influencia de las naciones en un ámbito internacional.

Resulta este un trabajo de interés dado que las investigaciones que se han realizado hasta el momento son variadas y la doctrina no llega a conclusiones sólidas en lo relativo a la relación entre la inversión soberana y la estrategia de la empresa objetivo. Como recogen Aguilera, Capapé y Santiso (2016), algunos autores como Bodie & Briere (2013) o Castelli & Scacciavillani (2012) investigaron esta materia sin que llegara a haber quorum entre los distintos autores en cuanto a las conclusiones (Aguilera et al., 2016).

Así las cosas, la finalidad de esta obra es la recopilación y unión de información dispersa, para crear un catálogo informativo acerca de los fondos soberanos, con el objetivo de dar una visión veraz, ordenada y coherente de su naturaleza y relación con la estrategia de las empresas en las que invierten. Esta investigación busca hacer una doble contribución: por un lado, sus conclusiones pueden ser empleadas como herramienta de inversión para particulares, empresas y los propios FSI, de tal forma que, en base a este estudio puedan tomar una u otra estrategia de inversión o desinversión. Por otro lado, el estudio también podría ser útil para los reguladores, que pueden anticipar sus decisiones a las actuaciones

de los fondos soberanos, para crear un marco legal en el que desenvuelvan sus actividades de inversión sin que afecten a la política económico-estratégica del país.

4.2. Objetivos

A lo largo de esta obra se perseguirán los siguientes objetivos:

1. Conocer en profundidad los Fondos Soberanos: Se iniciará proporcionando una definición del fenómeno para posteriormente abordar un estudio de su naturaleza. Se analizarán materias como su funcionamiento, composición y estructura administrativa.
2. Estudiar su impacto en la empresa: Se determinarán los criterios empleados para seleccionar inversiones y sus motivaciones. Se pretende explicar la influencia en cuanto al funcionamiento del Consejo de Administración de las empresas objetivo y en decisiones de naturaleza de administración estratégica. También se abordarán las consecuencias para la empresa.
3. El último objetivo consiste en el análisis de los principales sectores de inversión, con un enfoque especial en el sector energético español. Este estudio se enfocará en el impacto de los FSI en empresas cotizadas en mercados secundarios, específicamente, en compañías pertenecientes al IBEX 35.

4.3. Metodología

Para realizar este estudio se llevará a cabo una revisión de las obras y lecturas existentes en la materia. Como se ha expresado con anterioridad, el fenómeno de los fondos soberanos, aunque lleva existiendo tiempo atrás, posee una literatura e información variada y desordenada (Bodie & Briere, 2013).

De esta forma, se ha acudido a obras de reconocidos autores para ahondar en la materia. También se ha acudido a artículos de revistas académicas y a libros de Gobierno Corporativo.

En cuanto a las plataformas, se ha empleado EBSCO, que ha aportado un acceso a una gran variedad de artículos, publicaciones y capítulos de obras en las que se encontró gran cantidad de información. También fue de gran utilidad la base de datos Google Scholar. Además, se usaron como fuentes datos usados para ejemplificar el fenómeno estudiado, artículos de distintos periódicos económicos, como *Expansión* o *El Economista*.

A la hora de estudiar la tendencia e impacto de la inversión en las empresas del sector energético español se llevará a cabo un estudio multicaso. Este consiste en un análisis de contenido sobre casos reales de empresa, donde se analizará información contable y bursátil, así como las políticas llevadas a cabo por el FSI. Se estudiará el sector energético por el impacto económico que tiene este sector en el ámbito internacional y por la presencia de importantes empresas energéticas en España.

4.4. Estructura

El Trabajo Fin de Grado constará de cuatro grandes apartados: *Introducción*, *Marco Teórico*, *Estudio de Campo* y *Conclusión*.

En la *Introducción*, se hablará de forma genérica del origen, evolución y contexto del tema a estudio y se presentarán los objetivos y la metodología. El apartado *Marco Teórico* estará compuesto por un estudio de la literatura existente hasta el momento. En el *Estudio de Campo* se analizará, por medio del empleo del método del multicaso, el tema estudiado en las entidades del sector energético español cotizadas en el índice bursátil IBEX 35.

La *Conclusión* tratará de ofrecer las principales implicaciones de los resultados de la investigación, así como determinar en qué medida este trabajo ha contribuido al conocimiento del tema. Además, se darán referencias acerca de cómo evolucionará el fenómeno de los FSI teniendo en cuenta el panorama macroeconómico internacional actual.

5. MARCO TEÓRICO

5.1. Perfil de los Fondos Soberanos de Inversión

Los fondos soberanos de inversión son unos vehículos de inversión que han ido desarrollando su actividad a lo largo de los últimos años a raíz de la crisis financiera de los años 2007 y 2008 (Mussacchio & Lazzarinni, 2014). Algunos autores como Bortolotti, Fotak y Megginson han confirmado que este incremento de influencia de los Estados se basa en un aspecto macroeconómico mundial (Bortolotti, Fotak, & Megginson, 2013). A todo esto se añade el importante papel internacional que comienzan a desempeñar las potencias emergentes como Rusia y China.

Existen numerosas definiciones de FSI. Podemos emplear como primera aproximación al concepto de fondo soberano la definición que los categoriza como “aquellas entidades de inversión titularidad del Gobierno de un Estado, que surgen principalmente en economías emergentes” (Capapé J. , 2015). Otra definición válida es la que considera a los FSI como agencias de gestión de riqueza estatal orientadas a la administración de inversiones en activos extranjeros y que se caracterizan por su horizonte temporal a largo plazo (Woo, Xie, Zhang, & Zhang, 2015).

De acuerdo con la definición de Capapé (2015), son fondos de inversión titularidad del Gobierno con intereses de convertirse en inversores institucionales industrialistas, es decir, con intereses de inversión a largo plazo. Distan de las inversiones públicas en determinados aspectos como que no están obligados a atender necesidades periódicas para con terceros, además del gran volumen de facturación que poseen (Insights, 2019).

De acuerdo con lo estudiado anteriormente se propone la siguiente definición: Se conoce como Fondo Soberano de Inversión a aquel inversor institucional que pertenezca mayoritariamente al Gobierno de un Estado; la mayoría de los miembros de su Consejo de Administración sean cargos públicos o hayan sido nombrados por orden estatal; tenga como principal objetivo la gestión de excedentes financieros que obtiene de la explotación

de ciertos recursos o reservas; y que reinvierta las ganancias de las inversiones financieras en políticas públicas del país.

Los fondos soberanos no son nuevas instituciones surgidas a raíz de las necesidades y el devenir económico de los últimos años. No obstante, el contexto económico en el que se desenvuelven actualmente ha tenido como consecuencia el crecimiento de estas instituciones. Dos profundos cambios son observables: en primer lugar, el tamaño que han ido adquiriendo los inversores institucionales, y en concreto los fondos soberanos, fomentado por el crecimiento de sus respectivos Estados; y el segundo, un cambio en la corriente y motivación de inversión de estos Estados, principalmente de invertir en deuda soberana, a llevar a cabo inversiones en activos financieros de empresas privadas (Gilson & Curtis, 2008).

Habitualmente están agrupados en función de las fuentes de sus activos. Un buen grupo encuentra sus fuentes de financiación en la venta de materias primas (*commodities*) como por ejemplo el Fondo Soberano Noruego de Pensiones (NGPFG) y varios radicados en Oriente Medio (Mubadala, QIA) (Legaz, Solana, & Scott, 2014).

También es variado el motivo de la inversión y el tipo de activos en los que invierten. Existen fondos que invierten de forma diversificada llevando a cabo pequeñas inversiones en muchas firmas de distintos sectores. Por otro lado, aunque siendo minoría, existen fondos que invierten grandes cantidades de recursos en firmas específicas y extranjeras. También los hay que invierten en deuda soberana. De igual forma, difieren en la transparencia de sus inversiones.

Los principales países de origen de estos fondos son Noruega, Kuwait, Emiratos Árabes Unidos, Arabia Saudí, Qatar, China y Singapur. Por otro lado, los principales países a los que actualmente destinan sus fondos son Estados Unidos, India, China, Reino Unido, Irlanda, Singapur, Australia, España, Malasia y Emiratos Árabes Unidos. En cuanto a los sectores en los que operan, destacan los sectores tecnológicos y energéticos. Sobre todo, en estos sectores tan sensibles como el del petróleo, los fondos de inversión buscarán

además de rentabilidad, una forma con la que poder controlar y hacer valer sus ideologías. Un ejemplo de esto es el fondo soberano de Noruega, conocido por llevar a cabo operaciones de inversión con una alta motivación medioambiental y social (Capapé, 2017).

Continuando con los sectores que presentan mayores tendencias inversoras de estos inversores institucionales, destacan: el inmobiliario, financiero, industrial, infraestructuras, servicios en general, y en recursos naturales y materias primas (Insights, 2019).

Algunos de los fondos soberanos más activos a día de hoy, en cuanto al caudal de activos financieros con los que operan son (cifras en miles de millones de euros): Government Pension Fund Global noruego (860,87); China Investment Corporation (813,76); Abu Dhabi Investment Authority (773,00) (Insights, 2019).

En cuanto al Gobierno Corporativo y su relación con los inversores, es importante remarcar la frase que el célebre economista británico John Maynard Keynes enunció en 1933: *“international cash-flows are always political”*. En ella se engloba de una forma muy genérica pero acertada, la piedra angular de esta obra (Kratsas & Truby, 2015).

Como se verá, un inversor institucional como lo son los fondos soberanos, en función de su participación accionarial tendrá la posibilidad de tener representación en los Consejos de Administración de las compañías en las que invierten (consejeros dominicales).

De igual manera, se explicará la distinta actuación de los fondos soberanos en los órganos de dirección de las empresas en función de las instrucciones que reciben de sus principales beneficiarios, que derivará en el horizonte temporal de las inversiones que el fondo acometa. La relación existente entre el fondo soberano y la compañía, si es mantenida correctamente, puede dar lugar a una mayor eficiencia en el Consejo de Administración y recuperar la confianza en el inversor (Monks, 2003).

Además, se estudiarán las distintas tendencias de los principales fondos soberanos mundiales, como las inversiones llevadas a cabo en empresas de *private equity* o su involucración en los movimientos y decisiones de algunas empresas, como el reciente anuncio de salida a bolsa de Cepsa.

Especial relevancia tiene la obra de Clark, Dixon y Monk (2013). En ella se analiza la actividad de los FSI desde un enfoque corporativista. Esta obra fue considerada como la más extensa y detallada obra realizada hasta el momento relativa a los Fondos Soberanos (Haberly, 2014).

Consideran Clark, Dixon y Monk (2013) a lo largo de la obra que los FSI son instrumentos de los Estados que intentan resolver las diferencias existentes en los mercados financieros globales y la soberanía estatal. Los Estados perseguirán el objetivo primordial de absorber poder financiero del panorama internacional a la vez que mantienen firme su autonomía política. Con el fin de lograr este objetivo los Estados imitarán la forma de actuación de los inversores privados, surgiendo así los Fondos Soberanos de Inversión, esto generará tensiones entre los Estados, que se encuentran con que algunos de sus competidores comienzan a emplear nuevas herramientas de control del panorama económico-político internacional (Clark, Dixon & Monk citado por Haberly, 2014).

Un fondo soberano es un fondo de inversión que se encuentra bajo el control y titularidad del Gobierno de un Estado, que no tiene otros deudores que el propio Estado (Clark, Dixon & Monk citado por Haberly, 2014). Es decir, es necesario que el Estado goce de un superávit en sus cuentas públicas. Aunque sus actuaciones deberían trascender de la estrategia pública llevada a cabo por el Gobierno que lo controla, defienden estos autores que su actuación suele estar marcada por un claro componente estratégico y político, lo que ha supuesto que, en ocasiones, sean objeto de crítica.

5.1.1 Clasificación

Aguilera, Capapé y Santiso (2016) realizan una interesante división de los FSI de acuerdo con cinco variables: edad, tamaño, localización geográfica, fuentes de financiación y política de inversión.

De acuerdo con la antigüedad de las operaciones, se dividen en cuatro tipos: i) *Senior*, es decir, aquellos anteriores a 1960. Aquí encontramos al fondo soberano saudí (Saudi Arabian Monetary Authority) y al de Kuwait (Kuwait Investment Authority). ii) *Adult*, denominados así aquellos fondos que surgieron en la década de los setenta y los ochenta. Aquí encontramos principalmente fondos americanos, de Singapur y uno de Abu Dhabi, el Abu Dhabi Investment Authority. iii) *Teen*. Aquellos que surgieron en los noventa y que representan el mayor grupo en lo que a volumen de inversión se refiere. Sus inversiones ascienden a 1.78 trillones de dólares. En este grupo encontramos al fondo soberano noruego (Norwegian GPF) y el fondo soberano chino (SAFE). En última instancia encontramos al grupo más numeroso de los iv) *Babies* (bebés). Según estos autores, en este grupo se incluye el mayor número de fondos (56) y son todos aquellos que han nacido entre el año 2000 y 2010. Con un volumen de negocio nada desdeñable (1.63 trillones de dólares), puede decirse que este grupo de jóvenes fondos de inversión tiene su origen en el impulso creado por el fondo soberano chino China Investment Corporation, cuyo volumen de negocio asciende a los 575 billones de dólares.

En cuanto al tamaño, la clasificación llevada a cabo por los autores divide esta variable en cuatro estadios, que oscilan entre los mayores (*extra-large*) y los más reducidos, que denominan “pequeños” (*small*). Se considera que los mayores tienen un volumen de negocios superior a los 400 billones de dólares, mientras que los más pequeños cuentan con unos recursos inferiores a los 5 billones. Entre los considerados como *extra-large*, únicamente encontramos cinco fondos, que forman parte de un selecto grupo de top 10 FSI que controlan el 70% de los activos de la industria de fondos soberanos. A la vista de este dato, se prevé que los bancos centrales transfieran sus reservas de divisa extranjera a fondos soberanos cada vez más específicos y complejos.

La mayor parte de los activos de los fondos proceden de Oriente Medio. El 34% del volumen total de negocio de estas instituciones tienen su origen en los 17 FSI radicados en oriente medio. El balance de la investigación sugiere que los centros originarios de procedencia de los fondos, principalmente Asia, seguirán creciendo, mientras que otros puntos geográficos irán ganando protagonismo, como África y Latinoamérica. Se prevé además que los fondos de economías emergentes se conviertan en importantes protagonistas en el plano internacional, aumentando considerablemente sus inversiones (Aguilera, Capapé, & Santiso, 2016).

Especial importancia tienen las principales fuentes de sus fondos, es decir, sus recursos naturales y financieros. Los autores distinguen principalmente entre tres tipos de fuentes de las que los fondos obtienen sus recursos. Éstos son: el mercado de materias primas (*commodities*); los excedentes de divisas extranjeras generan reservas que los Estados aportan como recursos a los fondos (*non-commodities*) y; otras vías de financiación, como, por ejemplo, los rendimientos de la deuda pública, privatizaciones o beneficios procedentes de entidades de capital público (Aguilera, Capapé, & Santiso, 2016) Así, en función de la fuente de los recursos, algunos FSI vinculan en gran medida su disponibilidad de fondos al devenir de la demanda global de un determinado producto (petróleo o gas), o bien, pueden recurrir a fuentes de ingresos que no se encuentren tan vinculadas a la demanda global. La obra de Aguilera, Capapé y Santiso (2016) considera que éstos segundos son la clase de recursos que prevalecerá en el futuro debido a que su independencia respecto de las demandas globales les permitirá obtener recursos de forma más constante y menos oscilante en el tiempo.

Finalmente, de acuerdo con lo expuesto por Kunzel, Lu, Petrova y Philman (2011), los autores concluyen en que existen, principalmente, cuatro políticas de inversión de los FSI. Aunque se ofrecen cuatro motivos concretos, se admite que los objetivos de los FSI son, por lo general, variables a lo largo del tiempo. Pueden buscar estabilidad a corto plazo en depósitos de ahorro públicos, o buscar una inversión con un mayor grado de influencia y una estrategia de inversión directa a largo plazo en fondos de pensiones (Kunzel, Lu, Petrova, & Pihlman, 2011).

5.2. Naturaleza estratégica

Existen numerosas estrategias para las que los Gobiernos de los Estados emplean FSI. Entre ellas, caben destacar la estabilidad macroeconómica a corto plazo, y el incremento de los ingresos públicos a largo plazo. Un ejemplo de estas estrategias lo observamos con la crisis financiera de 2008, donde los Gobiernos empleaban los FSI como amortiguadores del efecto de esta recesión en los grandes bancos nacionales, por medio de su recapitalización (Woo, Xie, Zhang, & Zhang, 2015). Existen naciones que crean distintos fondos en función de los objetivos estratégicos que se plantean. Un ejemplo de esta particularidad es Chile, que cuenta con dos FSI, uno de ellos orientado a que el gasto fiscal chileno no se vea afectado por el devenir de la economía mundial (Fondo de Estabilización Económica y Social), y otro enfocado a la sostenibilidad de la hucha de pensiones (Fondo de Reservas de Pensiones). También existe la posibilidad de que un mismo fondo se destine a distintos fines estratégicos. Noruega es uno de estos ejemplos, que destina un único fondo de inversión a perseguir objetivos de estabilidad financiera, activismo accionario, y obtener rentabilidad para los fondos de pensiones y ahorros noruegos (Woo, Xie, Zhang, & Zhang, 2015).

Partiendo de la anterior aproximación al tema, se procede a una explicación más profunda de la naturaleza de los Fondos Soberanos.

Aguilera, Capapé y Santiso (2016) han llevado a cabo un trabajo de investigación de lo que ya se conoce de estas instituciones de inversión. Como cuerpo del artículo, los autores presentan su propuesta de cuál es la relación existente entre el Gobierno Corporativo y los Fondos de Inversión, creando lo que ellos han denominado como “*Strategic Governance Framework*”, una suerte de matriz que relaciona las motivaciones de inversión de estas instituciones y la procedencia del capital que las componen. De esta forma, obtienen cuatro perfiles de fondos, en los que se ahondará con posterioridad.

Financieramente, las instituciones de inversión soberanas se dividen entre aquellas que buscan un impacto en la compañía objeto de inversión (*target company*) en el largo plazo, y aquellas que se caracterizan por llevar a cabo su propia estrategia de inversión, entendida como la preferencia mostrada a la hora de llevar a cabo la operación (Aguilera, Capapé, & Santiso, 2016). En los primeros casos, los anuncios de inversión de un FSI en una compañía suelen causar efectos positivos a corto plazo en su valor de mercado (Dewenter, Han, & Malatesta, 2010). Sin embargo, los efectos de la inversión no generan un incremento del valor de mercado de la compañía como lo podría generar un inversor privado (Bortolotti, Fotak, & Megginson, 2013).

Si estudiamos las estrategias de inversión de los FSI, las evidencias recogidas son variadas. Existen autores cuyos descubrimientos han llevado a concluir que las preferencias de inversión de estas instituciones se decantan por compañías estables, mientras que otras tienen una menor aversión al riesgo y se inclinan por ejecutar sus inversiones en activos o empresas con una menor valoración crediticia (Aguilera, Capapé, & Santiso, 2016). De igual forma, existen criterios de selección de las compañías a invertir en función de la similitud de la estrategia industrial del país dueño del fondo, e incluso en la afinidad política de la empresa con el gobierno en cuestión (Dick & Morse, 2011). Como otros autores defienden, sus inversiones tienden a la diversificación. Se puede afirmar que no se muestra una preferencia uniforme en cuanto al sector industrial de inversión.

En cuanto al área estratégica, se han observado dos hechos relevantes: la tendencia de inversión de los FSI ha sido imitada por inversores privados (Vasudeva, 2013), y que los Gobiernos suelen orientar la composición de la cartera de inversiones de la institución hacia sectores industriales estratégicos de *commodities*, como son el petróleo, minerales y el gas natural. Un dato muy interesante relativo a la estrategia de inversión radica en que los estudios parecen sugerir que los objetivos de sus inversiones suelen ser compañías de capital privado radicadas en países donde el inversor privado se encuentre más desprotegido, y donde las relaciones bilaterales entre los países, tanto de procedencia del

fondo como receptor de la inversión, no estén muy arraigadas (Johan, Knill, & Mauck, 2013).

5.3. Motivaciones de inversión

Tal vez uno de los descubrimientos más llamativos acerca de los FSI radica en el ámbito de la política económica, al ser considerados por algunos autores como una nueva forma de capitalismo de Estado (Aguilera, Capapé, & Santiso, 2016). La principal implicación es que permiten a los Gobiernos ejercer un leve control a través de participaciones minoritarias en las compañías (Mussacchio & Lazzarini, 2014). Actuando como vía y fuente de financiación propia, la inversión en empresas de capital privado también supone una forma de control sobre las mismas (Milhaupt & Zheng, 2014). Destacable es el resultado del estudio que determina que el empleo de FSI como medio de control sobre la política económica de otras naciones es algo propio tanto de naciones democráticas como de aquellas autoritarias, y que, en la misma línea, estas instituciones son en ocasiones empleadas por las élites gubernamentales para mantener el poder y sus privilegios (Pistor & Hatton, 2011).

Originariamente los FSI se concibieron como fondos de estabilización en lo respectivo a la gestión de distintos activos y en cuanto a aspectos de mejora de los Gobiernos Corporativos. No obstante, la tendencia actual demuestra que los FSI empiezan a emplearse como fondos de desarrollo, con las consecuencias políticas que eso implica (Gelb, Tordo, & Halland, 2014). Es importante remarcar que la escalada actual de nuevos fondos soberanos depende, en gran medida, de la acumulación de reservas de divisas procedentes de los superávits públicos y de los altos precios de las materias primas. Esta escalada es común en tiempos en los que los tipos de interés globales observan tendencias decrecientes, que fomentan la inversión (Aizenman & Glick, 2009). Aunque esta afirmación depende en parte del sector de inversión, posteriormente se ejemplificará esta afirmación por medio del estudio de campo.

Existen países como Estados Unidos en donde la inmunidad de la que gozan los FSI les hace merecedores de favores en lo que a aspectos tributarios se refiere. En esta línea, hay autores que proponen políticas tributarias en las que los impuestos que graven los beneficios de estas instituciones incentiven operaciones con un bajo riesgo político y con una mayor responsabilidad financiera (Fleischer, 2009). También los hay que proponen distinguir entre FSI cuyos objetivos son financieros, de aquellos que buscan una inversión estratégica. Una propuesta para discernir entre unos y otros es la limitación de derechos de voto en las decisiones del consejo (Gilson & Milhaupt, 2008). Especial mención merece la conclusión de que los países que reciben inversión de FSI se enfrentan a una disyuntiva en la que debe primar el equilibrio entre la seguridad nacional (como secretos de Estado) y la libertad de los mercados de capitales (Cohen, 2009). Sin embargo, las investigaciones han demostrado que las inversiones de FSI han servido como referencia a otras empresas del mismo mercado de capitales, por lo que hay autores que no recomiendan ponerles vetos en su inversión, y permitir que se muevan con libertad por los mercados (Epstein & Rose, 2004). En la misma línea de lo anterior, amedrentar las inversiones de estos fondos supondrá, por lo menos en Estados Unidos, unos costes de oportunidad políticos que serán demasiado altos como para intentar recuperarlos por medio de la inversión financiera (Aguilera, Capapé, & Santiso, 2016).

Varias teorías organizativas intentan explicar la actividad de Gobiernos de los Estados a través de los fondos soberanos. Weiss entiende que los Gobiernos los emplean como forma de innovaciones de carácter institucional (Weiss, 2009). Interesante es también el análisis realizado por Truman, en donde el análisis de transparencia de los fondos soberanos se reducía a la unión de estructura, Gobierno Corporativo, transparencia en cuanto a las decisiones de gobierno, rendición de cuentas y finalmente comportamiento como inversor dentro de una compañía o mercado (Truman, 2013).

Todo lo anterior lleva a Aguilera, Capapé y Santiso (2016) a tres conclusiones. En primer lugar, que estas instituciones son muy heterogéneas en cuanto a las variables que anteriormente hemos analizado: origen geográfico, destino geográfico de las inversiones, origen de los fondos, motivación inversora... Sí que se admite que se trata de un

fenómeno relativamente reciente, aunque el primer fondo de inversión del que se tienen datos encuentra su origen en el año 1854 en Estados Unidos.

En segundo lugar, en lo que al desarrollo económico-financiero se refiere, remarcan los autores, como otros anteriormente, que la influencia a corto plazo que los FSI ejercen sobre determinadas empresas, no es distinta a la que ejercen otros inversores institucionales, aunque en ocasiones sean vistos como una amenaza por las empresas objeto de la inversión (Reed, 2009 citado en Aguilera et al., 2016).

En tercer y último lugar, los autores consideran que los verdaderos motivos de inversión que guían las actuaciones de los FSI siguen siendo desconocidos. Como se ha citado, entre otros encontramos la estabilización de ámbito macroeconómico, con el fin de crear un escenario propicio para que sus Gobiernos desarrollen una política efectiva; el desarrollo económico nacional; o incrementar la supremacía y presencia internacional del país de origen en el contexto político-económico mundial. En esta última instancia, existen autores que han concluido que no todas las estrategias de inversión de estos fondos institucionales públicos son paralelas a las políticas económicas o fiscales de los Estados de los que proceden (Bodie & Briere, 2013). De esta forma, los expertos se han pronunciado acerca de la escalada de FSI como una respuesta generalizada de los Estados soberanos a la acumulación de reservas internacionales, incremento en el precio de *commodities* como el petróleo o el gas natural, la bajada global de los tipos de interés o el descubrimiento de yacimientos petrolíferos en África (Wills, Senbet, & Simbanegavi, 2016).

Se aprecia genéricamente, una dualidad de FSI en cuanto a lo que a su estrategia se refiere. Por un lado, los autores los clasifican como fondos públicos de reservas que actúan a modo de seguro contra las crisis y recesiones financieras; fondos surgidos de la obtención y distribución de materias primas, que generan un ingreso público que permite reducir la dependencia de las exportaciones y la deslocalización de recursos. Por otro lado, encontramos aquellos FSI en los que su principal fuente de ingresos reside en las reservas de fondos públicos de pensiones y de divisa extranjera. Además de esta clasificación, y

más centrado en el enfoque político de la actuación del fondo, se clasifican en cinco categorías: *Postcolonial SWFs*: su principal aspiración será comprometerse con Estados y empresas con presencia internacional y financieramente poderosos. Suelen proceder de Estados en vías de desarrollo y su objetivo es crear lazos de afinidad con otras potencias. *Rentier SWFs*: buscan dar rentabilidad a las fuentes de sus fondos. Consideran los autores que otro fin perseguido por este tipo de instituciones es el de garantizar que las élites gubernamentales permanecen en el poder a medio/largo plazo. *Productivist SWFs*: Su objetivo consistirá en introducir al Estado en el panorama internacional de fabricación de productos por medio de la orientación de su producción a los mercados globales. Por el contrario, los considerados como *Territorialist SWFs*, persiguen llevar a cabo políticas industriales propias de su legislación. En última instancia encontramos los definidos como *Moralist SWFs*, orientados a la búsqueda de responsabilidad social corporativa y la realización de inversiones éticas y con un alto impacto social.

Como ejemplos incardinados en esta clasificación podemos citar al Fondo Soberano Noruego, que tiene el exigente objetivo de obtener rentabilidad de sus inversiones, pero llevándolas a cabo con el firme objetivo de que el proyecto de inversión se ejecute de forma transparente y democrática, y que tenga un impacto social positivo. El Fondo Soberano de Singapur representa uno de los fondos referentes en lo que a inversión estratégica de sus reservas se refiere, y el Fondo Soberano Chino prima la promoción de su producto doméstico frente a la acumulación de reservas y activos financieros (Clark, Dixon & Monk, 2013).

Por tanto, concluyen Bortolliti, Megginson y Fotak (2015) que se está produciendo un cambio en la estrategia y organización de los FSI. Establecen que el modelo de inversión, orientado a la inversión en el primer mundo, reticente al riesgo, y con un horizonte temporal fijado en el largo plazo, es incapaz de explotar el potencial de los FSI, concebidos como inversores a largo plazo. Por lo que la tendencia de los años venideros será la de llevar a cabo inversiones algo más arriesgadas y en activos menos líquidos, en las que los rendimientos sean superiores.

5.3.1. Papel que juegan los inversores institucionales en el Gobierno Corporativo de las empresas

Dentro de la amplia bibliografía existente en lo relativo al tema, hay autores que enfocan sus estudios en una investigación más centrada en la vertiente corporativa.

Ni, Liao y Huang (2017), añaden sus investigaciones a los estudios existentes en materia de relación entre Gobierno Corporativo y FSI. En este análisis, parten de la base de que los inversores institucionales extranjeros parecen querer invertir en holdings financieros, y que además tienen una influencia de inversión en el mercado de valores, que alcanza a afectar la volatilidad de los valores de una compañía. Otros autores han defendido que la liquidez del patrimonio neto, es decir, el volumen de negocio que cotice en bolsa viene en gran parte determinado por los inversores institucionales, quienes prefieren activos más líquidos (Rubin, 2007). En su estudio, Ni et al. (2017) estudian en qué medida el Gobierno Corporativo de la empresa objeto de inversión se ve influenciado por la participación en su accionariado de un FSI. De esta forma, intentarán explicar si esta actuación por parte del FSI tiene como fundamento la inversión estratégica en la empresa o en el sector.

El resultado de su estudio concluyó que las decisiones estratégicas que toma una empresa en la que invierte un FSI no se ve influenciada por su participación. Por lo tanto, la volatilidad que presentan algunas empresas que Ni et al (2017) estudian no está relacionada con la participación accionarial de ningún FSI. Estos resultados tienen dos implicaciones fundamentales. La primera, los inversores institucionales parecen incrementar su implicación en el desarrollo y el Gobierno Corporativo de las empresas en las que invierten, por lo que parece que se inclinan en invertir en aquellas empresas en las que destaca su buen Gobierno Corporativo. En segundo lugar, los inversores institucionales ejercen un “efecto llamada” a otros participantes del mercado como consecuencia de que este movimiento supone un indicador de que las empresas objetivo tienen altas probabilidades de tener progresión financiera y buenas políticas de gobierno (Ni, Liao, & Huang, 2017).

En la misma línea, son numerosos los autores que han llevado a cabo estudios relativos a la importancia de los inversores institucionales en el Gobierno Corporativo de las empresas, por medio de un estudio de los efectos de la inversión en el precio de las compañías en las que invierten; el impacto en la retribución de los consejeros; y en los resultados que obtienen estas compañías. Un estudio particularmente interesante en la materia es el llevado a cabo por Classens et al (2002), quien afirmó que aquellos inversores con una participación mayoritaria en el accionariado de una compañía suelen priorizar los intereses estratégicos a los financieros (Classens, Djankov, Fan, & Lang, 2002).

Por otro lado, Bushee, Carter y Gerakos (2014) llevaron a cabo un estudio en el que examinaron las preferencias de Gobierno Corporativo de los inversores institucionales. Parten de una serie de asunciones relativas a estas entidades, que nos sirven de introducción hacia la naturaleza estratégica de los fondos. Afirman que los inversores institucionales son titulares de amplios portafolios, por lo que imaginan que a la hora de decidir acerca del destino de su inversión, preferirán firmas que ostenten mecanismos de control de la estrategia de gobierno, así como de las actuaciones del Consejo de Administración, con tal de reducir los costes de control de dichos órganos. Se observa también relación entre los resultados financieros y la calidad del gobierno de las empresas en las que se invierte, siendo su valor mayor cuanto mejor es el sistema de Gobierno Corporativo. También existe una aparente relación entre las responsabilidades de los gestores de los fondos de inversión y la inversión en compañías con un alto control de las actuaciones de los órganos de administración. Esto último parece lógico, teniendo en cuenta que las sanciones y responsabilidades a las que se exponen los gestores de los inversores institucionales frente a sus clientes en caso de invertir en empresas mal gobernadas son superiores a las que soportarían en el caso opuesto. En última instancia, en lo que a la diversidad de portafolios se refiere, estos inversores preferirán invertir en compañías con un gobierno firme en el caso de que su cartera de valores esté compuesta por activos financieros más arriesgados (Bushee, Carter, & Gerakos, 2014).

Todos estos incentivos pueden suponer un aliciente para que los fondos institucionales muestren preferencias de inversión por empresas con arraigados sistemas de Gobierno Corporativo (Bushee, Carter, & Gerakos, 2014).

De las compañías analizadas, cuyos datos proceden de los años 1995 a 1997, alrededor del 10% se consideraron sensibles a los cambios en las políticas de Gobierno Corporativo llevadas a cabo por sus consejos de administración. Esta sensibilidad se demuestra en los cambios en las decisiones de inversión y en la composición de su cartera de valores. Por lo tanto, los cambios en la titularidad de las acciones en aquellas compañías sensibles en lo que al Gobierno Corporativo se refiere, están ligados a determinadas decisiones de la dirección. Por otro lado, las empresas con una fuerte presencia institucional en su accionariado observan un fuerte incremento del activismo accionarial procedente de estos inversores institucionales, así como una protección de los derechos de los accionistas. Llegan a la conclusión de que aquellas compañías con una cartera de inversiones mayor, presentan una sensibilidad superior a mecanismos de control de Gobierno Corporativo, lo que implica que perciben, de forma genérica, los mecanismos de gobierno como una vía de reducir sus costes de control sobre directivos, miembros del consejo y decisiones estratégicas. Aquellas instituciones con preferencias de inversión en compañías con proyección de crecimiento orientan sus portafolios hacia empresas con mejores características de Gobierno Corporativo. Sin embargo, aquellas entidades que tienen horizontes de inversión más a largo plazo prefieren invertir en empresas con una mayor influencia de los inversores y accionistas, donde sus derechos de voto y posibilidades de actuación estén garantizados, con el fin de que sus inversiones estén protegidas (Bushee, Carter, & Gerakos, 2014).

En cuanto al resto de inversores, conocer las preferencias de inversión de los fondos institucionales en lo que al Gobierno Corporativo se refiere, tiene verdadera importancia, porque la legislación se adecuará a las tendencias de inversión, intentando mejorar el acceso al capital de la empresa a la vez que implementa medidas de buen gobierno (Bushee, Carter, & Gerakos, 2014).

En último lugar, se han encontrado estudios que muestran ejemplos concretos de la influencia de los fondos de inversión, como inversores institucionales, en las decisiones y políticas de los consejos.

En lo que al control del Gobierno Corporativo se refiere, existen estudios que han encontrado evidencia de que, aunque existen firmas que modifican sus ingresos para evitar comunicar pérdidas, existen empresas en las que el control de los sistemas de Gobierno Corporativo establecidos por inversores institucionales, han reducido esta práctica. Sin embargo, es posible que el impacto del Consejo de Administración en la consecución de rentabilidad de la acción no sea tan evidente. Por esta razón se considera que no todas las dimensiones del Gobierno Corporativo juegan un papel similar en la consecución de mayores rentabilidades.

En este sentido, los fondos institucionales son entidades que ejercen un papel de control de los ingresos de gestión de las compañías, por medio de la participación en los Consejos y de los medios de monitorización. Por estas razones, concluyen determinados estudios que la labor realizada por los Consejos de Administración y órganos directivos de las empresas no son lo eficientes que se creía a la hora de mitigar la manipulación de ingresos. Sin embargo, los inversores institucionales sí que pueden jugar un papel importante en frenar esta práctica por medio del activismo accionarial. Los reguladores también tendrán un papel importante en esta labor (Malik, 2015).

5.3.2. Matriz corporativa

En lo que a la faceta corporativa de la actividad de los fondos se refiere, los autores identifican cuatro tipos diferentes de FSI de acuerdo con dos variables: la cotización empresarial o no (privado o público) y su motivación para invertir. Según estos criterios, se obtienen cuatro cuadrantes, que determinan los cuatro tipos en los que, a juicio de Aguilera, Capapé y Santiso (2016) se dividen los fondos de inversión de acuerdo con sus estrategias de Gobierno Corporativo.

En el primer cuadrante de la matriz se encuentran aquellos FSI cuya principal motivación es principalmente financiera y cuyo objetivo de inversión son principalmente empresas cotizadas. Esta parte de la matriz es conocida como del “activismo accionario” (*Shareholder activism*). Estos FSI, por lo general, han supuesto una mejoría en lo que al Gobierno Corporativo de la empresa objeto de inversión se refiere. La relación entre la empresa objetivo de inversión y el FSI es una relación principal-agente. El principal (FSI) buscará incrementar su participación en la toma de decisiones estratégicas de la empresa por medio de la participación en órganos de Gobierno Corporativo. Por ejemplo, por medio del nombramiento de consejeros dominicales, que tienen una silla en el Consejo de Administración y tendrán derecho a voto en las decisiones de gobierno de la empresa. En este cuadrante encontramos al Fondo Soberano Noruego (*Norwegian Government Pension Fund*).

De este tipo de FSI, Aguilera, Capapé y Santiso (2016) destacan que la finalidad de la inversión radicará en, bien convertirse en referencias financieras de inversión en el país de destino, o bien hacer frente a sus obligaciones de deuda pública. También disponen de derechos propios de accionistas, para ejercer una cierta presión sobre los agentes de la empresa, y tener voz en las decisiones concernientes a la estrategia empresarial. Otras empresas también emplearán el transcurso inversor de los FSI para llevar a cabo sus operaciones, ya que estos disponen de un mayor acceso a fuentes de información y recursos de investigación.

Como se ha apuntado anteriormente, el Fondo Soberano Noruego es el caso más representativo de este tipo de organizaciones de inversión. Este FSI ha creado un Consejo Ético, un organismo que se encarga de monitorizar la cartera de empresas en las que el fondo invierte, identificando las diferencias existentes entre el código ético del propio fondo, y el de la empresa en la que invierte. Este organismo se encarga de recomendar al Ministro de Finanzas la exclusión o inclusión de compañías en la cartera de inversiones del fondo en función de sus ideales y actuaciones éticas. De esta forma, de acuerdo con los datos aportados por Aguilera, Capapé y Santiso (2016), en los últimos años del porfolio de valores del *Norwegian Government Pension Fund Global*, algunas empresas

que representan un riesgo para el medio ambiente, aquellas que producen armas nucleares, e incluso algunas compañías de tabaco, han sido excluidas como objetivos de inversión de este fondo.

Pero su grado de implicación no se limita a ser tan tácito como una retirada de sus acciones de la compañía, sino que, en aquellas empresas en las que destaca su interés por mantener la inversión a largo plazo, ha lanzado campañas para incrementar su implicación en el Gobierno Corporativo de la misma. Por ejemplo, en UBS, BlackRock, Prudential y Volvo. Así, el fondo emite sus intenciones de forma previa a reuniones en las que se vayan a tratar asuntos en los que el fondo tenga un particular interés, ya sea por asuntos estratégicos o financieros. En términos de Gobierno Corporativo, el fondo pretende formar parte de decisiones estratégicas, como el nombramiento de algunos miembros del Consejo o la decisión de las remuneraciones de sus miembros. En palabras de Aguilera, Capapé y Santiso (2016), el Fondo Soberano Noruego está empleando el gobierno de la empresa objeto de inversión de forma estratégica para definir el devenir empresarial de la organización, pero alineándolo con el proyecto geopolítico del Gobierno Noruego. De acuerdo con los citados autores, el Fondo Soberano Coreano (KIC).

El segundo cuadrante está formado por aquellos FSI que priman la rentabilidad de sus inversiones y cuyas inversiones están orientadas a empresas privadas, que no coticen en mercados secundarios. Estos estarán centrados en jugar un papel importante en el desempeño interno de la empresa objetivo. Por lo general, los FSI buscarán inversiones en las que obtener grandes rentabilidades y nuevos activos, así como nuevas localizaciones geográficas. Se considera que el efecto que estos fondos tienen en la organización objetivo es, por lo general, beneficioso. Así, las empresas se benefician de la reducción de los costes de agencia, al alienar los objetivos empresariales y estratégicos con los de los accionistas y, sobre todo, sacarán buen partido del *know-how* industrial que adquieran de estos accionistas.

En relación con el problema concreto de la relación principal-agente y como se ha dicho, la entrada suele ser beneficiosa. El FSI actuará como principal tanto en su relación con los agentes, como con otros principales. Es aquí donde la relación es fructífera. Como principal, se asociará con otros accionistas mayoritarios de la compañía con el fin de planificar estrategias que permitan conocer de cerca el negocio en el que se sumergen (Aguilera, Capapé, & Santiso, 2016). De esta forma, al alinear los objetivos de distintos principales, se reducen las diferencias entre ellos, y es más fácil negociar con los agentes de la compañía una estrategia empresarial común. Ni qué decir tiene lo que este tipo de alianzas supondrían como “uniones de presión” hacia los directivos de la compañía.

Era habitual, antes de la crisis financiera de 2008, que los inversores institucionales, contrataran asesores financieros externos para gestionar sus activos. Algunas de estas gestoras de fondos fueron grandes bancos de inversión como Goldman Sachs o UBS. De esta forma, muchos FSI otorgaron a estas agencias poderes de decisión en la compraventa de activos. Sin embargo, la crisis financiera de 2008 cambió este escenario. Las rentabilidades ofrecidas por las gestoras de fondos eran cada vez más reducidas, mientras que las comisiones y tasas por sus servicios seguían siendo elevadas. Con este escenario, los FSI decidieron internalizar sus servicios de gestión de activos, de forma que así se ahorrarían tanto los costes que estos agentes requerían a cambio de sus servicios y los costes de agencia que podían darse entre ellos (Clark, Dixon, & Monk, 2013). Así, los fondos incrementaron sus habilidades de análisis de inversión, sin tener que recurrir a ningún agente externo.

Con esta nueva situación, los FSI se enfrentan a tres desafíos. En primer lugar, para que la relación que desean mantener con la directiva de las compañías en las que invierten sea productiva, habrán de profesionalizar sus equipos y conocimientos de inversión, especialmente relativos a la industria a la que se distinguen. En segundo lugar, los FSI se enfrentan a la mayor complejidad de los activos que tienen que gestionar internamente. Finalmente, deben enfrentarse a la tarea de alinear sus objetivos con los de los demás accionistas de la empresa objetivo, que deberán realizarlos de forma individual y sin contar con asesores externos.

Sin embargo, consideran Aguilera, Capapé y Santiso (2016) que el principal reto al que se enfrentan estos inversores institucionales es coexistir con otros inversores dentro de la empresa, que en muchas ocasiones no tendrán los mismos objetivos y propósitos de inversión que el FSI. Con el objetivo de superar este reto, los fondos crearán oficinas de inversión cerca de sus socios inversores en determinadas compañías.

Dos ejemplos de FSI que se sitúan en este cuadrante son el *New Zealand's Superannuation Fund* y el fondo soberano de Malasia, que se han especializado en inversiones de escala global, y han tenido éxito en lo que a la gestión de activos complejos se refiere, sin embargo, el más representativo es el Fondo Soberano de Abu Dhabi (*Abu Dhabi Investment Authority*) (Insights, 2019).

El Fondo Soberano de Abu Dhabi poseía en 2016 un volumen de negocio superior a los 700 billones de dólares, y desde el año 2012 está reduciendo su dependencia en agentes externos para la gestión de sus activos. En contra de recurrir a ellos, está contratando a este tipo de profesionales como responsables de los departamentos de *private equity*.

En el tercer cuadrante nos encontramos con aquellas instituciones que no tienen tanto interés en el desempeño financiero de su inversión como en el control estratégico de la compañía. En este cuadrante se sitúan aquellos FSI cuyo fin es principalmente la inversión en empresas cotizadas. Los autores Aguilera, Capapé y Santiso los conocen como de “legitimidad y desconexión” (*legitimacy and decoupling*). El principal objetivo de los Gobiernos detrás de la estrategia de este tipo de FSI será obtener un papel relevante como inversor institucional dentro de la compañía, de tal forma de que puedan conseguir una inversión duradera en el largo plazo y así tener un papel importante en las decisiones estratégicas de la empresa en cuestión a la vez que incrementan su rentabilidad.

Las decisiones que tomen estos FSI dependerán del equilibrio existente entre la exigible rentabilidad que deberán obtener de su inversión, y de los objetivos políticos y verdaderas motivaciones de su operación, que debe justificar el riesgo que corren. Esta justificación

debe darse tanto en el país de origen del fondo, como en los escenarios internacionales. Los fondos de inversión catari (QIA) en inglés *Qatar Investment Authority*, o chino (CIC) en inglés *China Investment Corporation*, son unos de los ejemplos de este perfil de FSI. Ambos buscarán objetivos políticos en su inversión, obtendrán una rentabilidad, y abandonarán el accionariado de la empresa (Aguilera, Capapé, & Santiso, 2016).

Los FSI que se incluyen en este cuadrante ahondarán en mejorar relaciones societarias con otros accionistas, y en conocerlos en mayor detalle. Los autores dividen este cuadrante en tres dinámicas:

En primer lugar, se ha observado que los Estados que poseen un FSI suelen desarrollar relaciones financieras con los Gobiernos de los Estados en los que se establecen sus inversiones. Sin embargo, estas relaciones financieras están orientadas a crear fuertes uniones políticas y comerciales con estos países (Clark, Dixon, & Monk, 2013).

En segundo lugar, estos FSI toman como base el superávit de sus fondos para establecer relaciones a largo plazo con compañías que tienen un elevado poder económico o político. Entre ellas encontraríamos grandes multinacionales u ONGs. Por otro lado, existen riesgos cuando se acometen inversiones en empresas cotizadas, especialmente cuando se buscan objetivos opuestos a los meramente financieros. Así, la estrategia de los FSI consistirá en buscar su legitimidad y perseguir metas estratégicas. Además, el empleo de un FSI para obtener poder financiero en los estadios internacionales puede ser una herramienta de utilidad. Un ejemplo de esta utilidad es la que está aprovechando el Fondo Soberano de Qatar, cuyo principal objetivo es promover la marca nacional, sin renunciar a altas rentabilidades. Los FSI de este cuadrante destacan por recurrir a arbitrajes internacionales para introducirse en los mercados extranjeros más apropiados para invertir en compañías cotizadas.

En última instancia, encontramos la última clase de fondos: los *Aprendices a Largo Plazo*. Aquí el interés inversor será fundamentalmente hacia compañías cuyo capital no cotice en bolsa, y el principal objetivo es el estratégico.

Aquí prima la obtención del *Know-How* empresarial, por medio del establecimiento de relaciones a largo plazo y de carácter estratégico. Por lo general, los objetivos de inversión son economías domésticas con una alta diversificación. Generalmente, existirán conflictos entre los intereses de inversores institucionales en relación a la dirección estratégica que debe de seguir la empresa objetivo de la inversión. Estos conflictos se recrudecerán cuando los inversores sean FSI de distintos Estados con distintos objetivos políticos. Un ejemplo de este tipo de inversión es el que busca el fondo de inversión Mubadala, de los Emiratos Árabes Unidos, que obtiene importantes adquisiciones de *know-how* de sus alianzas *joint venture* con compañías multinacionales. Por otro lado, hay fondos como el *Russian Direct Investment Fund* que emplean estrategias de inversión conjunta con otros Gobiernos (Aguilera, Capapé, & Santiso, 2016). Pensamos que este tipo de inversiones está supeditada a la existencia de acuerdos internacionales previos entre las potencias inversoras.

En este cuadrante encontramos fondos con una visión de negocio fundamentalmente local, que tiene principalmente tres dimensiones estratégicas de Gobierno Corporativo. La primera de ellas consiste en que parte de la estrategia de estos FSI será adquirir nuevas técnicas y habilidades de inversión por medio de operaciones *joint venture* y acuerdos con empresas privadas internacionales punteras en sus negocios. Como paradigma de esta técnica encontramos al ya mencionado fondo Mubadala, cuyo ímpetu en la búsqueda de inversiones a largo plazo para la adquisición de conocimiento del sector, le ha llevado a una diversificación de su porfolio. En sus orígenes llevó a cabo estrategias *joint venture* con empresas líderes en sectores estratégicos, entre las que se encontraba la española Abengoa Solar.

En otra instancia, de acuerdo con Johan, Knill y Mauck, los mayores porcentajes de inversión institucional en empresas privadas corresponden a FSI (Johan, Knill, & Mauck, 2013). En ocasiones, esta inversión implica operaciones estratégicas más agresivas, como la toma de control total de la compañía por parte de FSI, con el objetivo de no tener que rendir cuentas ante ningún otro accionista o directivo de la compañía. Es decir, para

reducir los conflictos entre principales, y entre principal y agencia. Otra gran ventaja de estas operaciones consiste en la adquisición total del *know-how* de la empresa adquirida, que recordemos que se trata de uno de los principales objetivos de la inversión.

Otro ejemplo concreto de este tipo de operaciones lo encarna el International Petroleum Investment Corporation de Abu Dhabi. Este fondo está especializado en petróleo y combustibles fósiles. Sus operaciones de inversión se centraron en Cepsa, y aunque la voluntad del fondo consistía en adquirir la totalidad del accionariado de la energética española, el verdadero objetivo que se escondía detrás de esa postura consistía en adquirir el conocimiento de la industria petrolífera necesario para aplicarlo a otras inversiones energéticas de su cartera de activos (Aguilera, Capapé, & Santiso, 2016).

En tercer y último lugar, los FSI de este cuadrante se centran en conseguir relaciones duraderas en el tiempo entre los Estados involucrados en la operación de inversión: el de origen del FSI y el receptor de la inversión. Por lo general, los objetivos que se pretenden con la inversión son los mismos que el país receptor de la inversión pretende acometer en política (Clark, Dixon, & Monk, 2013). Por esta razón, estos FSI son vistos como representantes del Gobierno del que proceden, y en muchas ocasiones, su plantilla de trabajadores y su directiva estará formada por funcionarios y altos cargos del Gobierno, lo que agilizará los trámites y gestiones con los Gobiernos del Estado receptor. A efectos ejemplificativos, exponemos la situación del Fondo Soberano de Rusia (Russia Direct Investment Fund) que ha firmado acuerdos con los Gobiernos de diferentes países de Europa en sectores estratégicos, como en empresas dedicadas al comercio internacional, y empresas tecnológicas (Santiso & Ríos, 2014 citado en Aguilera et al. 2016). Si bien, es cierto que las Naciones firmantes de estos acuerdos ven con buenos ojos este tipo de inversiones, que permiten que empresas de distintos sectores obtengan financiación y crédito, que en muchas ocasiones tienen serias dificultades para conseguir o no consiguen.

Destacan los autores que no ven estas inversiones estratégicas como una amenaza al Estado receptor de la inversión, que en cuantiosas ocasiones resulta en una relación *win-win* entre ambos, mejorando sus relaciones internacionales (Barbary, 2014).

5.4. Composición del accionariado de las empresas objeto de inversión

Como hemos visto en la explicación anterior, la naturaleza de la titularidad de las empresas objetivo es una característica determinante para que los FSI realicen sus operaciones de inversión, es decir, si la empresa se encuentra cotizada en mercados secundarios o no. A continuación, se realizará un análisis más exiguo de este hecho de acuerdo con los escritos de Aguilera, Capapé y Santiso (2016).

De acuerdo con estos autores, la estructura accionarial se vincula directamente con el modelo de Gobierno Corporativo que sigue la empresa. Esta estructura determinará la relación principal-agente, es decir, entre los accionistas y los directivos y gerentes de la compañía. En esta relación jugarán un papel especial las asimetrías de información existentes entre el principal y el agente (el agente, por lo general, tendrá un conocimiento más extendido del negocio que se trate, dado que es el agente quien se encarga de tomar las decisiones ejecutivas de la empresa). Esta asimetría de información también puede darse entre los propios accionistas de la empresa que, si tienen distintos objetivos de inversión, pueden dar lugar a enfrentamientos entre principales (Expansión , 2013).

Por un lado, las compañías cotizadas tienen una estructura accionarial más amplia y variada. Por esta razón, analizando la empresa desde la perspectiva del inversor, las empresas cotizadas tienen ciertas ventajas. Entre ellas, la menor incertidumbre en la evolución de sus valores bursátiles, la garantía de analistas acreditados, y menores asimetrías de información en lo que al valor de mercado del activo supone. Estas ventajas tienen unas implicaciones directas, como son los menores costes de investigación y búsqueda de información financiera, o una menor aversión a elegir inversiones erróneas (Capron & Shen, 2007 citado en Aguilera et al., 2016). Sin embargo, las empresas cotizadas presentan algunas limitaciones, como la dificultad que tendrán para conseguir rentabilidades a corto plazo. Este tipo de compañías, por lo general suelen acoger accionistas institucionales con una reducida tendencia a ejercer presión sobre su política

estratégica y que permanezcan siendo parte del accionariado de la empresa a largo plazo (Barclay, Holderness, & Sheehan, 2007).

Por otro lado, las compañías que no cotizan en mercados secundarios tienen una estructura accionarial más concentrada en un menor número de accionistas. Esta es una característica que tiene su razón de ser en aspectos típicos de estas compañías, como su volumen de negocio, más reducido que el de las empresas cotizadas. La concentración accionarial tendrá consecuencias a la hora de tomar decisiones de forma colegiada en el Consejo de Administración de la compañía y, por tanto, en el nivel de influencia que llegará a tener el inversor institucional. La escasa liquidez de sus acciones fomenta las entradas de accionistas institucionales que deseen mantenerse a largo plazo, sin embargo, a consecuencia de la falta de publicidad de información financiera tanto de la empresa objetivo como del sector, las evaluaciones de riesgos son más complicadas de llevar a cabo (Cumming & Walz, 2010). Por otro lado, los inversores tienen mayores posibilidades de negociación con estas empresas la clase de inversiones estratégicas que pueden llevar a cabo. Este es un beneficio que procede de la menor exigencia regulatoria que rodea a estas compañías.

De esta forma, los inversores darán prioridad a las operaciones que conciernen a empresas privadas cuando tengan un amplio conocimiento del negocio e industria en la que desempeñan sus operaciones estas empresas no cotizadas. Así, si un FSI invierte en determinadas empresas no cotizadas, será habitual que sean de la misma industria que, por lo general, suelen ser dos: recursos naturales y servicios financieros. La razón de esta afirmación es el riesgo. Ante la ausencia de información, el riesgo se incrementa y si esto ocurre, los FSI se orientarán principalmente hacia mercados más transparentes, es decir, hacia empresas cotizadas (Capron & Shen, 2007).

5.4.1. Aproximación al fenómeno de la participación de Fondos Soberanos de Inversión en empresas Cotizadas

Otro punto de vista acerca de los FSI es ofrecido por Bortolotti, Fotak y Megginson (2015). Los autores analizan la actividad de los FSI sobre compañías cotizadas

únicamente. No proporcionan un punto de vista tan global como Aguilera, Capapé y Santisso, pero permiten enfocarse en un objetivo concreto de la inversión de los fondos por medio de un minucioso estudio de su actividad. Este estudio es el primero en comparar el valor numérico del impacto que supone la inversión de un fondo soberano en una compañía objetivo, teniendo en cuenta el proceso de selección de inversiones de estas entidades.

El rápido crecimiento que en los últimos años están experimentando los FSI, con activos que superan los 4 trillones de dólares, suscita algunas preguntas. Los autores se preguntan si estos inversores institucionales pueden actuar y desarrollar su actividad de forma objetiva, buscando su supervivencia a largo plazo y teniendo únicamente objetivos comerciales.

Partiendo de la base de que numerosos autores han realizado extensos estudios acerca del comportamiento inversor de los FSI, habiendo obtenido resultados diversos, Bortolotti, Megginson y Fotak (2015) formulan hipótesis en las que comparan el volumen de compra de acciones que llevan a cabo los fondos, con el volumen manejado por inversores particulares. A su vez, discriminan las operaciones llevadas por unos u otros en función de la compañía objeto de inversión y las características del negocio financiero.

Existen grandes diferencias entre los anteriormente citados. Principalmente, en lo que al tamaño de los fondos que poseen unos y otros; la formación de la cartera de activos; el horizonte temporal de las mismas; y la escasa necesidad de liquidez a corto plazo, entre otras. Por otro lado, se encuentra la clara e inevitable connotación política que lleva aparejada una inversión procedente de un FSI, que puede interponer sus objetivos estratégicos y políticos en la empresa, siendo un obstáculo en el primordial objetivo de todo inversor particular, consistente en la maximización de su riqueza en el medio y corto plazo. Por lo general, se asume que los FSI son accionistas pasivos, no particularmente centrados en la injerencia en cuestiones estratégicas dentro de la empresa receptora de sus fondos. Sin embargo, sí que se admite una cierta influencia en lo que a la eficiente gestión de equipos se refiere. Así las cosas, parten los investigadores de la base de que

las inversiones procedentes de FSI pueden suponer menores rendimientos para las empresas que aquellas inversiones llevadas a cabo por inversores aislados independientes, ajenos a las presiones políticas y macroeconómicas, y que pueden llevar a cabo un libre ejercicio de su condición societaria (Bortolotti, Fotak, & Megginson, 2015).

Los resultados obtenidos llegan a distintas conclusiones. Además de enfrentar sus resultados con las de otros reconocidos autores en la materia, consideran que las rentabilidades obtenidas por estas instituciones son considerablemente menores que aquellas obtenidas por inversores particulares, lo que contrasta con las averiguaciones que consideraban a los FSI como activos inversores dentro del entramado societario de las compañías (Dewenter, Han, & Malatesta, 2010 citado en Bortolotti et al., 2015). Por otro lado, los resultados avalan la conclusión de que cinco años de inversiones realizadas por un FSI, generan en las empresas cotizadas objetivo de sus inversiones, una menor volatilidad de los activos financieros y un decrecimiento de los niveles de riesgo financiero (Knill, Lee, & Mauck, 2012). También se observa una escasa uniformidad en lo que a la respuesta del mercado hacia este tipo de operaciones se refiere.

Sí que se admite que los FSI son actores indispensables del panorama financiero internacional. Como se ha visto, el estudio pone en tela de juicio que no existan diferencias entre las inversiones llevadas a cabo por un FSI y un inversor privado. Por otro lado, llega incluso a afirmar que la injerencia de un FSI en una empresa determinada afecta de forma negativa a su valor de mercado y a su desarrollo operativo. Sostienen los resultados que, aunque por lo general los mercados respondan con tendencias alcistas a las noticias de entradas de nuevos inversores, no ocurre lo mismo en lo que a los FSI se refiere. La actuación de los fondos lleva al deterioro del negocio de las empresas privadas a largo plazo (Bortolotti, Fotak, & Megginson, 2015).

Además, se llega a la conclusión de que el nivel de activismo que juega un fondo en la empresa en la que invierte se asocia con las reducciones del valor de los activos de la empresa objeto de inversión. Éstas vienen determinadas por el poder que el FSI ostenta en el Consejo de Administración de la compañía. En relación con la estructura de

Gobierno Corporativo del FSI, se llega a la conclusión de que influye de forma directa en el desarrollo empresarial de la empresa en la que invierten, de tal forma que los FSI altamente politizados tendrán unos impactos superiores y más perjudiciales que aquellos en los que el Gobierno no emplea este tipo de instituciones para llevar a cabo sus estrategias políticas. Aquellas inversiones llevadas a cabo por el Fondo Soberano Noruego son un buen ejemplo de fondo soberano de caso contrario al impacto negativo que demuestra el estudio (Bortolotti, Fotak, & Megginson, 2015).

En base a sus resultados, concluyen Bortolotti, Megginson y Fotak (2015) los FSI se aprovechan de la opacidad y falta de transparencia institucional de las empresas que no están cotizadas, con el objetivo que extender sobre ellas sus influencias políticas. Esta última afirmación es hipotética, ya que sus estudios se basan principalmente en el impacto existente en empresas cotizadas. Añaden que no existe relación entre el desempeño financiero de un activo de la cartera del FSI y el total de la cartera de inversiones que lleva a cabo. Finalmente, reconocen que el fenómeno fondo soberano está formado por un grupo de instituciones difíciles de agrupar: algunos no han desarrollado la estructura interna de Gobierno Corporativo necesaria para llevar a cabo su estrategia política, mientras que otros sí.

5.5. Regulación

Uno de los aspectos de los FSI más controvertidos es su regulación. En particular el fomento de su transparencia y la accesibilidad de la información que les concierne (Presciani & Ginevra, 2017).

Exponen Presciani y Ginevra (2017) que el problema de la transparencia se puede enfocar desde diferentes puntos de vista. El primero consiste en determinar la verdadera naturaleza del FSI, es decir, estudiar si se trata de un instrumento de inversión en manos de un Gobierno, y que por tanto, persigue objetivos políticos. En este sentido, la información que el FSI publica en relación con su sistema de Gobierno Corporativo y su estructura interna, supone un aspecto importante a tener en cuenta a la hora de evaluar la

independencia con el Gobierno del que son titularidad. En segundo lugar, existe un interés en conocer los intereses que llevan a los FSI a invertir en una determinada entidad, así como la forma que tienen de organizar las inversiones. En este sentido, la transparencia es una vía de controlar la actividad de los FSI que no llega a ser tan estricta como otras medidas que se pueden llegar a tomar para proteger las inversiones en sectores estratégicos (Anna de Lucca, 2015 citado en Presciani & Ginevra, 2017).

El principal objetivo de esta regulación es por lo tanto, reconocer el verdadero motivo de inversión del FSI y evitar que los países extranjeros se beneficien de compañías domésticas por medio de una competencia desleal frente a otros competidores extranjeros, u obtengan provecho del conocimiento industrial de las empresas objetivo. No obstante, siendo realistas, se considera que establecer un sistema que imponga a los Estados una obligatoria transparencia de las operaciones de sus FSI es difícil de prever, porque supondría una cesión de soberanía de un Estado a otro que no sería aceptada por muchos (Presciani & Ginevra, 2017).

Por esta razón consideran Presciani y Ginevra que la única forma de conseguir que los Estados cumplan con la normativa de transparencia es por medio de los Principios de Santiago. Éstos son un conjunto de prácticas y principios de cumplimiento voluntario que fueron establecidos en 2008 por el *International Working Group of Sovereign Wealth Funds*. El principal propósito de este grupo es mantener un clima de inversión estable luchando contra medidas proteccionistas (Rose, 2015).

Desde otro punto de vista, el problema de los FSI se considera un problema de regulación de los mercados financieros. Los FSI deben estar regulados como un jugador más del tablero de los mercados de capitales, sin consideración de su naturaleza estatal. Esta regulación guardaría el interés de inversores privados y la protección de los accionistas de las compañías objeto de la inversión de los FSI. Todo esto redundaría en una mayor eficiencia del mercado de capitales (Rose, 2015).

Así las cosas, en Estados Unidos la regulación de los FSI tiene su origen en el *Committee on Foreign Investment in the US* del año 1975. En 1988 entró en vigor la *Exon-Florio Amendment to the Omnibus Trade and Competitiveness Act* que permitía al Presidente de Estados Unidos revisar las adquisiciones de compañías americanas por inversores extranjeros. Posteriormente, en el año 2007 esta ley fue derogada por el *Foreign Investment and National Security Act* (FINSA) que reafirmó y fortaleció las provisiones de la Ley Exon-Florio (Lindberg, 2015).

En Europa, la política de regulación de los FSI ha seguido una línea “blanda”, fomentándose sobre todo el cumplimiento voluntario de ciertos principios generales. La meta de estos principios se encuentra en prevenir una serie de respuestas descoordinadas por parte de los Estados que afecten a los mercados internacionales y dañen la política económica europea (UE, 2008).

Sin embargo, dentro de la propia UE existen discrepancias en cuanto a la regulación. Por ejemplo, en Alemania el Gobierno Alemán aprobó en 2008 una regulación que le permitía vigilar inversiones procedentes de países no pertenecientes a la UE de más del 25% del capital social de una entidad alemana. Esta vigilancia se acentúa cuando la inversión se realiza sobre un sector sensible para la seguridad nacional, como defensa. En Italia el Gobierno se opone a la adquisición de un porcentaje de accionariado superior al 5% de cualquier empresa italiana por parte de un FSI, y además ha establecido un comité de expertos que debe vigilar el comportamiento de los FSI que operen en los mercados italianos. Por el contrario, Reino Unido decidió que la vigente legislación aplicable a las compañías que operan en los mercados secundarios nacionales es suficiente para garantizar un correcto funcionamiento de los mercados de valores, así como de la economía. Establece la Autoridad Fiscal de Reino Unido que solo intervendrá para el caso de que una compañía no se esté comportando de forma comercial, o existan fundadas razones para creer que se va a llevar a cabo una inversión en la que la seguridad nacional se vea comprometida (Lindberg, 2015).

Finalmente, en lo que a la regulación global de los FSI se refiere, no existen reguladores internacionales situados por encima de los Estados. No obstante, existen algunos organismos internacionales como la U.E., OECD, IMF y ONU que han emitido una serie de mandatos relativos a la regulación de los FSI. No obstante, siempre se deja a los Estados la posibilidad de legislar este aspecto, actuando estos mandatos de directrices (UE, 2008).

6. ESTUDIO DE CAMPO

6.1. Aproximación inicial al sector energético español

En esta parte del trabajo se llevará a cabo un estudio que busca aplicar la anterior teoría a empresas pertenecientes al sector energético español. Esto pretende conseguirse por medio del estudio de los datos de una serie de empresas cotizadas en el índice bursátil IBEX 35, ya que la obtención de datos será más fácil de analizar que en aquellas compañías no cotizadas, como se ha explicado en la anterior literatura.

Como se explicó con anterioridad, el método de estudio consistirá en el análisis de una pequeña muestra de compañías energéticas cotizadas. De ellas se analizarán los accionistas mayoritarios y posteriormente se estudiará el perfil del inversor que tiene la cualidad de representativo. Finalmente se llevará a cabo una breve comparativa de cada caso con la literatura explicada en el apartado anterior.

Los datos que estudiar se obtendrán principalmente de la información publicadas por estas compañías en sus portales web. De aquí se obtendrán datos relativos a la composición accionarial, del Consejo de Administración, así como las descripciones de las empresas. Por otro lado, los portales web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de las Bolsas y Mercados Españoles son especialmente útiles a la hora de contrastar que los datos proporcionados se encuentren avalados por una institución independiente. Finalmente, las noticias económicas de actualidad han sido las principales fuentes en las que se ha apoyado el trabajo para predecir el devenir económico de la empresa. También

se han empleado noticias de revistas económicas para analizar datos bursátiles. De aquí la aplicabilidad del trabajo, que pretende llegar a conclusiones por medio de unos datos que son accesibles al público.

Se enfocará en empresas del sector energético porque, como se ha podido apreciar anteriormente, el activismo accionario que redundaba en él es muy incipiente, además de que, una buena parte de los fondos soberanos que actúan en el panorama internacional, bien obtienen sus fondos de recursos naturales, o bien invierten en empresas cuyo principal negocio es el sector energético.

El sector energético español tiene su origen y ha estado durante muchos años ligado a las energías no renovables, en concreto, al carbón. Este es un mineral asequible económicamente, que era empleado para la obtención de energía eléctrica por medio de su combustión. Sin embargo, lo que ha marcado el devenir energético español es la escasez de recursos, tanto de combustibles fósiles líquidos como gaseosos, es decir, petróleo y gas natural. Esto ha generado que el sector tenga una gran dependencia energética del extranjero invirtiendo grandes sumas de dinero público en la importación de recursos fósiles. Esta dependencia energética ha supuesto que las dos Crisis del Petróleo de 1973 y 1979 incidieran gravemente en España (Labandeira & Linares, 2009).

En los últimos años, la conciencia mundial y europea acerca del fenómeno del cambio climático, ha obligado a los Estados por medio de convenios, acuerdos internacionales y directivas, a elevar los niveles de exigibilidad ecológica. Esto ha traído cambios al modelo energético español, que no solo persigue ambiciosos objetivos medioambientales, sino también la reducción de los costes de aprovisionamiento y el incremento de la seguridad energética (Labandeira & Linares, 2009). Por ello, la tendencia evolutiva actual del sector energético español mira hacia energías renovables, no contaminantes, duraderas y rentables.

6.2. Análisis Multicaso

Tras esta pequeña introducción pasaremos a estudiar más en detalle las empresas cotizadas del sector energético español, con especial énfasis en las empresas de esta naturaleza cotizadas en el índice IBEX 35.

De acuerdo con la operadora de mercados Bolsas y Mercados Españoles (BME), existen 15 compañías que cotizan en mercados secundarios españoles y cuyo objeto social está basado en el campo de la energía. De éstas, seis cotizan en bolsa. Estas son, por subsectores y de acuerdo con la clasificación llevada a cabo por BME (Bolsas y Mercados Españoles , 2019):

Petróleo:

- BRASKEM S.A.
- PETROLEO BRASILEIRO S.A. (PETROBRAS)
- REPSOL S.A.

Electricidad y gas:

- CENTRAIS ELE. BRASILEIRA S.A.
- COM.ENERGETICA DE MINAS GERAIS-CEMIG
- COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA-COPEL B
- ENAGAS S.A.
- ENDESA S.A.
- IBERDROLA S.A.
- NATURGY ENERGY GROUP S.A.
- RED ELECTRICA CORPORACION S.A.
- USINAS SIDERURGICAS DE MINAS GERAIS S.A.

Energías renovables:

- AUDAX RENOVABLES S.A.
- SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE S.A.
- SOLARPACK CORPORACION TECNOL S.A.

Además de estas, existe una compañía que en octubre de 2018 estuvo cerca de salir a bolsa gracias a la actuación de un fondo soberano de inversión. Finalmente, la operación no se llevó a cabo. Hablamos de CEPSA (Bravo, 2018).

Las seis empresas remarcadas en color verde son aquellas sobre las que versará el estudio. Éstas son las seis energéticas españolas que cotizan en el índice IBEX 35 y que por su repercusión energética, empresarial, financiera y también social (número de clientes y empleados), se consideran más importantes y notorias. Además, y en línea con lo anteriormente establecido, el acceso a información financiera y bursátil es mayor y más fiable al encontrarse sometidas al control de los reguladores bursátiles.

Las últimas noticias relativas la tendencia bursátil de las empresas de este sector son positivas. El anuncio por parte del Banco Central Europeo de mantener los tipos de interés al 0% ha provocado una caída generalizada en los mercados de renta variable, tanto en Estados Unidos como en Europa. Sin embargo, este anuncio ha tenido un impacto opuesto en las compañías energéticas, que compensan parte de las caídas del mercado. Estas compañías se encuentran, en general, altamente endeudadas, por lo que este anuncio del Banco Central Europeo de continuar con su política de inyección de divisa en la economía, y ofrecer financiación gratuita, les permite continuar con su política de elevados dividendos (El Economista , 2019). Esto puede significar que los FSI inviertan en este sector empresarial por su actual y elevada política de dividendos, propiciada por los altos tipos de interés.

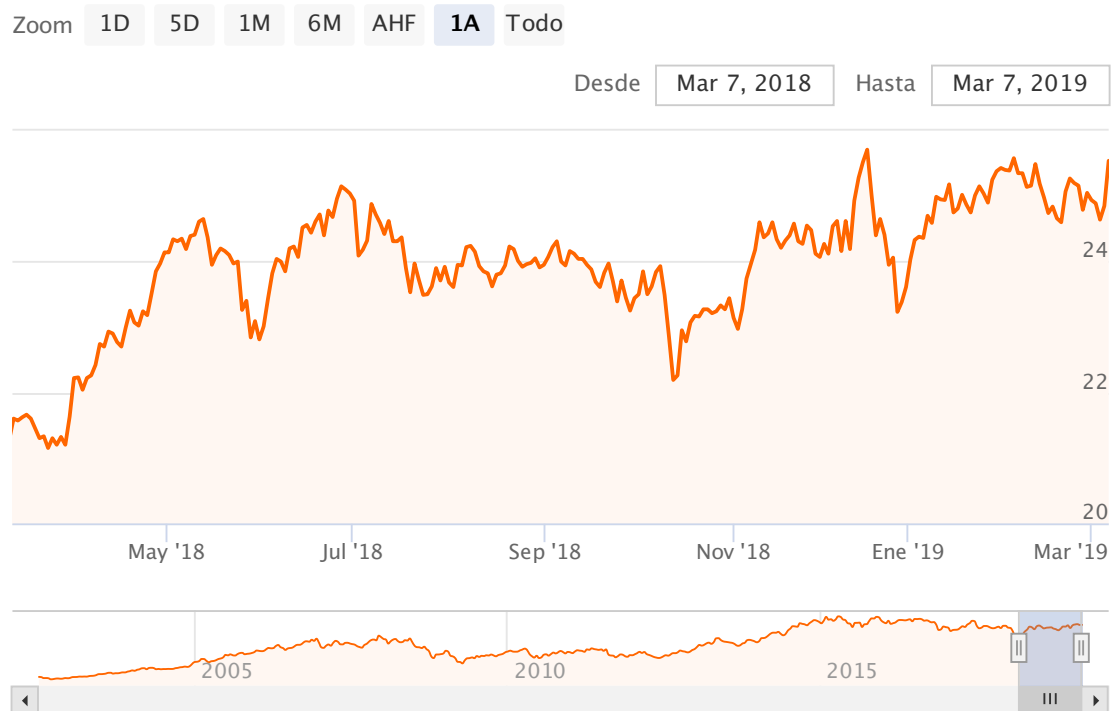
También merece especial mención como aliciente a la inversión, la vía de retribución al accionista que están empleando las compañías energéticas. Las políticas de retribución al accionista están cambiando, dejando obsoletas las clásicas formas de reparto de dividendos como el *pay out ratio* (porcentaje de los beneficios que se destinan al pago de dividendo por acción). Una de las claves de esta escalada inversora, y que guarda relación con la política distributiva de dividendos, es que sus planes estratégicos incluyen una nueva vía de repartir dividendos. Se han comprometido a entregar durante un periodo de tiempo un dividendo fijo y concreto, no sometido a un porcentaje de otras variables. Esto

hace que la inversión en estas empresas se plantee para el inversor como una operación muy vistosa. Algunos ejemplos son: Iberdrola, que pretende repartir cerca de 10.000 millones de euros hasta 2022; Endesa, que prevé repartir el 100% de su beneficio en dividendos; Naturgy, que ha apostado por pagar una cantidad fija de remuneración accionarial hasta el año 2022 y, finalmente; Red Eléctrica Española garantiza un dividendo concreto de un euro por acción hasta el año 2022 (Expansión , 2019).

A continuación, estudiaremos la tendencia bursátil de los valores de estas seis empresas a lo largo del último año, a modo de indicador de su devenir empresarial. Se entiende que no es el mejor indicador para medir el devenir empresarial de una compañía, donde influyen muchos factores más. Sin embargo, lo encontramos útil a efectos prácticos, y además denota la confianza del inversor en el futuro de la compañía. Posteriormente se hará un análisis más detallado de la titularidad de su patrimonio neto para compararlas y determinar si, a la luz de la teoría explicada, puede existir relación entre la reciente estrategia de reparto de dividendos de las energéticas con la introducción en el accionariado de algún FSI, o si, por el contrario, la inversión se corresponde a motivaciones activistas de los FSI.

El siguiente gráfico (El Economista , 2019) muestra la cotización de Enagas. Esta se trata de una compañía dedicada al desarrollo, mantenimiento y operación de infraestructuras de gas. De acuerdo con la información publicada en su página web, cotiza en el índice IBEX 35 desde el año 2002, y afirma ser una de las compañías de ese mercado con más *free float*. Tiene más de 50 años de historia y está presente en ocho países (Enagás , 2019). En lo relativo a su historia bursátil desde hace un año, podemos afirmar que la tendencia general es creciente.

Cotización Enagas (1A)



De las participaciones sociales comprobamos que, el 95% del capital social cotiza en bolsa (*free-float*), que operan con sus valores en bolsa. El 5% restante pertenece de forma íntegra a la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales. La SEPI es un holding público que ostenta participaciones accionariales en empresas de sectores estratégicos para el país. Es posible que algún FSI ostente participaciones minoritarias de esta empresa, pero no se puede decir que alguno ejerza sobre la dirección estratégica de Enagás algún tipo de influencia. De resto, únicamente tres consejeros tienen pequeñas participaciones accionariales, que pueden sesgar la independencia de sus decisiones. No obstante, la mayoría de los consejeros no tienen ningún tipo de participación en la empresa, ni directa ni indirecta, por lo que se puede considerar que su independencia está garantizada, que la empresa está bien gobernada en este aspecto. Este es el caso del NGPFG que tiene invertidos en la empresa española algo más de 110 millones de euros, que representan el 1.7% de las acciones de la compañía, que forman parte del 95% del *free-float*.

En esta empresa encontramos la particularidad de que tiene participación de un holding controlado por el Estado y una participación significativa del NGPF. Se entiende que esta sociedad está suficientemente controlada por la SEPI como para que el NGPF intente alcanzar una participación lo suficientemente significativa como para controlarla y ejercer un cierto activismo accionarial. Es decir, se concluye que la inversión de NGPF en Enagás se encuentra dentro de sus objetivos de búsqueda de rentabilidad.

La siguiente tabla obtenida de la CNMV muestra los porcentajes de participación de otros accionistas significativos de Enagás. Entre ellos está Bank of America, el banco americano cuya área de inversión (Merryll Lynch) ha llevado a cabo esta operación de inversión. También aparecen los fondos de inversión BlackRock, Retail OEICS Aggregate State Street Corporation.

Accionistas significativos	% de derechos de voto atribuidos a las acciones			
	Denominación	% Total (A)	% Directo	% Indirecto
	BANK OF AMERICA CORPORATION	3,614	0,000	3,614
	BLACKROCK INC.	3,205	0,000	3,205
	RETAIL OEICS AGGREGATE	1,010	0,000	1,010
	STATE STREET CORPORATION	3,008	0,000	3,008

A continuación, tenemos el gráfico de desempeño bursátil de los valores de Endesa a lo largo del último año (El Economista, 2019). Encargada de la generación, distribución y venta de electricidad, también ofrece servicios relacionados con el gas y otras fuentes de energía. Es considerada como una empresa puntera en el sector en el área de la Península Ibérica (España y Portugal) (Endesa, 2019). Del gráfico que encontramos en el anexo podemos observar que la progresión genérica es muy positiva.

Cotización Endesa (1A)



De acuerdo con los datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, Endesa tiene un accionista significativo, la compañía italiana Enel. Ésta es titular el 70,101% de las acciones de Endesa (CNMV, 2019), y el 30 % restante cotiza en los mercados secundarios. La participación que ostenta Enel, le permite un control total de la compañía. Prueba de ello es que cuenta con la representación de cuatro consejeros dominicales en el Consejo de Administración (Endesa, 2019), que son titulares del 70% de los derechos de voto del Consejo.

Esto implica que, de igual forma que en Enagás, los fondos soberanos de inversión no buscarán introducirse en el accionariado de forma significativa, sino que buscarán participaciones minoritarias con las que diversificar su cartera de inversión, teoría sostenida por los autores anteriormente citados al explicar algunos perfiles de FSI (Aguilera, Capapé, & Santiso, 2016). Además, la tendencia bursátil anteriormente analizada, nos indica que esta empresa es apropiada para llevar a cabo operaciones a corto plazo, de tal forma que se integre en la cartera de valores del FSI para reducir el riesgo

de su portfolio. Por otro lado, ante la presencia de un inversor institucional tan poderoso, intentar obtener una participación de control puede que no sea muy llamativo para los FSI.

En tercer lugar, encontramos el gráfico de cotización de las acciones de Iberdrola (El Economista, 2019). Iberdrola se encarga de la producción, gestión y suministro de energía eléctrica. Su modelo de desarrollo sostenible le ha llevado a convertirse en una compañía de confianza para sus más de 100 millones de beneficiarios de sus servicios. Este modelo se basa en la progresiva descarbonización de su negocio y apuesta por las energías renovables. Este modelo le ha llevado a tener presencia en América del Norte y del Sur, Reino Unido, y por supuesto, en Europa, convirtiéndose en el primer productor eólico del continente. Estas características han permitido que Iberdrola obtuviese durante el año 2018 un beneficio superior a los 3,000 millones de euros, experimentando una variación positiva de sus resultados superior al 7% (Iberdrola, 2019).

Cotización Iberdrola (IA)



De acuerdo con la información mostrada en su página web, Iberdrola tiene tres accionistas titulares de participaciones significativas y dos de ellos, son fondos soberanos de inversión.

En primer lugar, encontramos otro inversor institucional, el fondo de inversión norteamericano BlackRock. BlackRock posee el 5,073% de Iberdrola, y también es titular de forma indirecta. El titular directo de esa participación es la entidad BlackRock Group.

En segundo lugar, encontramos al inversor institucional Qatar Investment Authority (QIA), que es titular de un 8,57% del capital social de Iberdrola (Iberdrola, 2019). No obstante, de acuerdo con la información publicada en la CNMV, la participación de este FSI es del 6,162% (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2019). Esta adquisición data de marzo de 2011. Sin embargo, en el informe financiero anual del año 2016 publicado en la CNMV aparece este incremento de la participación, que incluso aumenta hasta el 9,76% (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2016). Por esta razón, debe de tenerse en cuenta este último dato.

Es el inversor institucional más poderoso. Este inversor tiene un porcentaje accionarial de naturaleza indirecta, cuyo titular directo es la compañía Qatar Holding Luxembourg II S.A.R.L., quien tiene el porcentaje anteriormente citado de forma directa. Esta compañía, con sede en Luxemburgo, está controlada por el Gobierno de Qatar, y se concibe como un holding dedicado a la inversión (García-Legaz, Solana, & Scott, 2014).

El Fondo Soberano Qatarí (QIA) obtiene sus fondos de los ingresos obtenidos por la producción y comercio de gas y petróleo. Nació en el año 2006 y tuvo un rápido crecimiento durante la Crisis financiera del año 2008. Las reservas que ostentaba el país procedente de los ingresos generados por los recursos naturales le sirvieron para aprovechar el momento de recesión para llevar a cabo inversiones en empresas con un alto riesgo de quiebra, especialmente en el sector bancario americano, muy mermado por la pérdida de confianza generado tras la caída del Banco de inversión Lehman Brothers. De estas inversiones obtenía una alta rentabilidad.

Así como el Fondo Soberano Noruego busca unos fines particulares con sus inversiones, los cuales son destinar los beneficios a las reservas de pensiones y emplear el fondo como instrumento de política fiscal, el QIA busca principalmente obtener la mayor rentabilidad posible de sus inversiones para crear valor a largo plazo para el Estado qatari, y reinvertir ese valor en los mercados locales (Qatar Investment Authority, 2019).

Al buscar una rentabilidad a largo plazo, la política de inversión de este fondo se basará en la creación de un portafolio de valores que tenga un riesgo total aceptable, de esta forma, buscará equilibrar esos niveles de riesgo por medio de la inversión en activos de renta fija, variable e inmobiliarios con diferentes niveles de riesgo. Afirma la página web del fondo (Qatar Investment Authority, 2019) que las inversiones están únicamente determinadas por objetivos económico-financieros, sin tener en cuenta ninguna clase de consideración política. Así las cosas, su motivación inversora únicamente se ve determinada por los rendimientos financieros, sin importar el activismo accionario. Sin embargo, esta participación puede no coincidir con la tendencia inversora de este fondo. Este progresivo incremento de la participación denota un mayor interés del fondo en la empresa. De acuerdo con las noticias económicas, este movimiento financiero tendría su fundamento en el interés del QIA en evitar la entrada en el capital social de Iberdrola de determinados inversores como ACS (Marco, 2017).

Por esta razón, Iberdrola es un objetivo de inversión propio de QIA, ya que la política de dividendos llevada a cabo por la empresa generará para el inversor una suculenta rentabilidad que recompensará los recursos financieros invertidos por este fondo soberano.

Por último, encontramos la compañía Norges Bank, que es titular del 3,057% del accionariado de Iberdrola. Este porcentaje supone una inversión total de más de 1,500 millones de dólares. Esta compañía, tiene la titularidad directa de ese paquete de acciones. La peculiaridad de este banco es que es el Banco Central Noruego, cuyo principal objetivo es garantizar la estabilidad económica de este país (Norges Bank, 2019). Este banco se

encarga de gestionar, por vía de su área de inversión, el Fondo de Pensiones Noruego (Norwegian Government Pension Fund Global). Este fondo es controlado por Norges Bank en representación del Ministerio de Finanzas Noruego, en palabras del propio banco “*en representación de los noruegos*”. Las decisiones de inversión del fondo son tomadas tanto por el Banco Noruego como por el cuórum parlamentario de las Cortes noruegas.

El NGPFG obtiene sus fondos para operar de los beneficios que le reportan el comercio y exportación de reservas de petróleo del Mar del Norte. Estos fondos son empleados para llevar a cabo operaciones de inversión como las que hemos visto en empresas como Iberdrola, y obtener una rentabilidad que es destinada a incrementar la reserva de pensiones de los noruegos. El fondo fue concebido como una herramienta del Gobierno Noruego para gestionar la política fiscal en caso de que los precios del petróleo decayesen, o la economía se contraiga. En cuanto a política fiscal, el objetivo del fondo es solventar las diferencias deficitarias que no llegan a estar cubiertas por los ingresos del petróleo. Es decir, el fondo debe obtener unas rentabilidades que permitan que las carencias de ingresos petrolíferos sean solapadas por los ingresos del fondo. Estima el Gobierno Noruego que para conseguir este objetivo, el fondo debe obtener unas rentabilidades del 3%. También se concibió como herramienta para gestionar el sustento económico de una población cada vez más envejecida o como analgésico ante una caída de los beneficios que reporta el petróleo. Sin embargo, el fondo se ha concebido como una herramienta de inversión a largo plazo, por lo que los fondos de los que disponga, no se han asignado aún a ninguna política de incremento de las pensiones. La partida presupuestaria que el Estado Noruego prevé para las pensiones se encuentra, por tanto, cubierta por otros ingresos fiscales, y ninguna retirada de fondos de la institución se puede realizar a corto plazo para cubrir las necesidades de las pensiones noruegas (Norges Bank, 2019).

En lo referente a los objetivos, ya se ha indicado que las inversiones a realizar buscarán el largo plazo, lo que es coherente con la proyección de crecimiento bursátil de Iberdrola, como hemos observado en el gráfico anteriormente analizado. Pero no es el largo plazo el único objetivo. El NGPFG también busca llevar a cabo inversiones con un componente

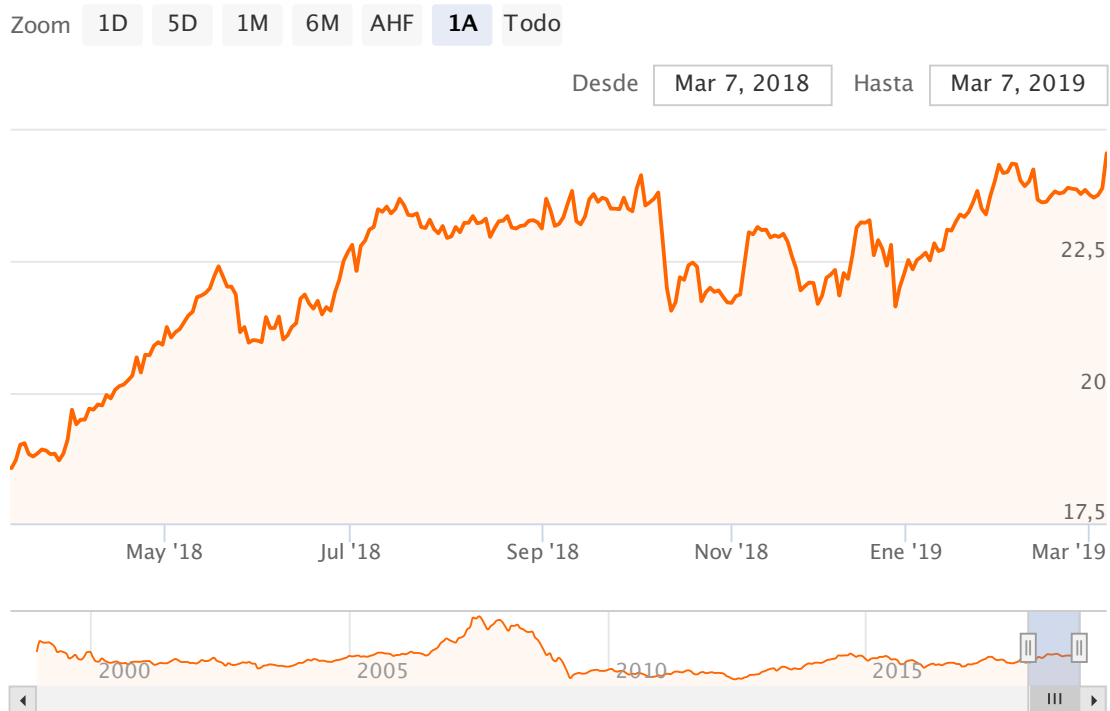
ético, como las llevadas a cabo en países en desarrollo y economías emergentes, así como en empresas cuyas actuaciones empresariales cubren los umbrales de ética determinados por el Fondo. Estos umbrales éticos están minuciosamente explicados en la Guía de Supervisión y Exclusión de Inversiones (*Guidelines for observation and exclusion from the fund*) publicada en la página web de Norges Bank (Norges Bank , 2019). A modo de ejemplo, se incluyen previsiones que impiden al Banco invertir en empresas que produzcan tabaco, armas, o hayan causado serios daños medioambientales, como anteriormente afirmaron Aguilera, Capapé y Santiso (2016). Por último, en cuanto a las inversiones, el NGPFG invierte en renta fija, renta variable y en el mercado inmobiliario. El valor de mercado de los activos que gestiona llegó, en 2017 al trillón de dólares.

De esta forma, podemos afirmar que la inversión en Iberdrola guarda relación con la política de inversión del Fondo, siendo su inversión a largo plazo, ya que es dueño de un porcentaje elevado del accionariado, y siendo fiel a sus criterios y umbrales éticos que, en este caso, podemos relacionarlos con la gestión sostenible con el medioambiente que Iberdrola lleva a cabo.

Norges Bank es propietario de Iberdrola desde diciembre de 2015, y hasta 2019 ha llevado a cabo distintas operaciones incrementando o disminuyendo su participación. La última de ellas es del 18 de enero de 2019, en la que se alcanza la participación que aparece publicada en la CNMV, que es del 3,057% (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2019).

A continuación, se muestra la cotización del último año de las acciones de Naturgy (El Economista, 2019). Como en las tres compañías anteriormente analizadas, la tendencia bursátil a lo largo del último año ha sido creciente. Esta tendencia coincide con el cambio de nombre que experimentó la compañía en junio de 2018.

Cotización Naturgy (1A)



Naturgy se define como una compañía líder en el sector energético y que se encuentra a la vanguardia de la producción y tratamiento de gas para la producción de energía eléctrica. Están presentes en más de 30 países en el mundo y se consideran los líderes del sector tanto en Latinoamérica como en España (Naturgy, 2019).

El Consejo de Administración de Naturgy está compuesto por cinco consejeros independientes, seis dominicales y el presidente ejecutivo. Los consejeros dominicales representan a tres accionistas institucionales que son: Criteria Caixa, Rioja Bidco Shareholdings y GIP III Canary 1 S.A.R.L. Criteria Caixa ostenta el 25,5% de los derechos de voto de las acciones que posee, que con la Fundación Bancaria Caixa D Estalvis, titular de otro 25%, son los accionistas mayoritarios. Criteria Caixa es titularidad al 100% de Caixa de Estalvis por lo que el 25% coincide con la su filial, siendo la misma participación. CVC Capital Partners tiene el 20%, al igual que GIP y el fondo de inversión Global Infrastructure Management. Por otro lado, el inversor representativo que menos porcentaje de votos tiene asignado a sus acciones es Sonatrach, que tiene un 3,85%

(Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2019). Ésta se trata de una empresa pública de hidrocarburos argelina. Ninguno de estos inversores es un fondo soberano, por lo que, si alguno ha llevado a cabo inversiones en la empresa, lo ha hecho de forma minoritaria con fines económicos. Por ejemplo, el NGPFG tiene el 0,92% de la compañía, con un importe total de casi 234 millones de dólares invertidos (Norges Bank, 2019), que se entiende que se tratan de participaciones que buscan únicamente rentabilidad.

La cotización de Red Eléctrica Española en el último año, aun siendo elevada, ha sido más plana que la del resto de sus relativas. Llegando a superar la barrera de los 20€ por acción a principios de año, la cotización decreció recientemente hasta situarse en los 19€/acción. Como se puede observar en el gráfico, el progreso de la energética es positivo, partiendo de un precio por acción de 16€, la variación ha sido de un 18% (El Economista, 2019) .

Cotización Red Eléctrica Española (1A)



De igual forma que Naturgy, en el Consejo de Administración encontramos tres consejeros dominicales que representan a las Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (Red Eléctrica de España, 2019). De acuerdo con los datos publicados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, esta sociedad es titular del 20% de los derechos de voto de las acciones de Red Eléctrica. También son considerados accionistas significativos el Fondo de Inversión Fidelity (1,9% de los derechos de voto), Lazard Asset Management (5,2%) y BlackRock, con un 3% (Comisión Nacional del Mercado de Valores , 2019), lo que confirma la predilección de este fondo por el sector energético español. De nuevo, el FSI noruego publica en su página Web información relativa a la inversión que ha realizado en la empresa en cuestión. Este porcentaje asciende al 1,38%, que representan, más de 166 millones de euros (Norges Bank, 2019). De resto, no existe ninguna inversión de control o significativa por parte de ningún inversor institucional soberano. Como se ha explicado, esta inversión está llevada a cabo para garantizar la rentabilidad y diversificación del riesgo de su cartera de valores. El componente activista de esta inversión está garantizado al cumplir con los estándares de inversión ética que anteriormente se han explicado.

Para terminar con el estudio de las empresas cotizadas, analizaremos la tendencia de Repsol.

Repsol es una empresa multinacional española que produce, transforma y comercializa energía. La energía procede de explotaciones petrolíferas y de gas, cuyas reservas son extraídas, mantenidas, controladas y transportadas por la empresa. Como se puede observar, su cotización es la más plana de las anteriormente analizadas (El Economista, 2019). En el periodo bursátil analizado la acción ha pasado de valer 14 a 15 euros, lo que es una variación del 7%. Como se ha podido comprobar, la creciente tendencia bursátil del sector energético es palpable también en el caso de Repsol (Repsol , 2019).

Cotización Repsol (1A)



De los miembros del Consejo de Administración que tiene la compañía, tres son dominicales, entre los que se encuentra su vicepresidente. Dos de ellos han sido propuestos por la constructora Sacyr, que entra en el accionariado de Repsol como accionista institucional con una participación significativa, titular del 8,2% del total de los derechos de voto de la compañía. Teniendo además dos consejeros en el órgano de administración, ejerce una influencia importante el devenir estratégico de la empresa. Por otro lado, encontramos al fondo norteamericano BlackRock, que es propietario de casi el 5% del total de los derechos de voto totales de la compañía (Comisión Nacional del Mercado de Valores , 2019).

El otro consejero dominical es un representante de la entidad Temasek Holdings, un fondo de inversión propiedad del Gobierno de Singapur. Temasek se fundó en el año 1974, tiene 11 oficinas en todo el mundo y en marzo del año pasado, el valor de su cartera de inversiones ascendía a 235 billones de dólares (Temasek, 2019). Tiene como accionista al Gobierno de Singapur y su principal fuente de financiación son sus bonos. De acuerdo

con su sitio web, sus actuaciones pivotan en torno a tres pilares fundamentales: i) Activismo accionarial, ii) Búsqueda de la excelencia a largo plazo, y iii) Administración fiable.

Temasek se orienta a una inversión que cree un valor responsable y sostenible a largo plazo, lo que supone que la composición de su porfolio variará en función de las decisiones comerciales de inversión y desinversión consecuentes de la búsqueda de una correcta relación entre rentabilidad y riesgo. A pesar de lo anterior, también se involucrará en el correcto funcionamiento de los Gobiernos Corporativos de las entidades en las que invierten, sin intervenir en sus respectivas direcciones ejecutivas u operacionales. Tampoco se dice nada de la posible influencia a ejercer en las decisiones estratégicas de la compañía en cuestión. Sí que se afirma en su página Web que el Gobierno de Singapur, recordemos su accionista, no toma partida de las decisiones de inversión que lleva a cabo el FSI (Temasek, 2019).

Como hemos explicado, Temasek hace de la inversión responsable uno de sus baluartes, de tal forma que se involucra con las comunidades sociales, empresariales y profesionales tanto en Singapur como en el resto del mundo. Los rendimientos llevados a cabo por el Fondo contribuyen a la financiación de iniciativas sociales por medio de la aportación de fondos a la partida presupuestaria que el Gobierno de Singapur prepara para este tipo de ayudas a los nacionales de Singapur. El año pasado, las contribuciones del Fondo a las arcas públicas supusieron un 18% de los ingresos públicos recaudados por el Gobierno de Singapur (Temasek, 2019). De esta forma, el Gobierno financia y crea programas para el beneficio tanto de los particulares como las empresas. Algunos de estos programas son Edusave (educación), Community Silver Trust (voluntariado social), SG Bonus (Subvención de entre 100 y 300\$ a los mayores de 21 años) y Special Employment Credit Fund (Ayuda para incorporación al mundo laboral de personas de la tercera edad).

De acuerdo con lo anteriormente averiguado, resulta algo llamativo que el fondo nombre un consejero dominical para que le represente en el máximo órgano de dirección estratégica de Repsol, lo que implica un claro interés en influir en la política a medio y

largo plazo de la entidad. Sin embargo, puede interpretarse que se trata de una maniobra para lograr un mejor Gobierno Corporativo de la energética. Este consejero ostenta el 0,004% del capital social de Repsol (Repsol, 2019). Esta participación, aunque irrisoria comparada con la que ostenta el FSI en total, faculta al consejero a votar a favor de políticas y decisiones que le favorezcan, y por tanto, que favorezcan al fondo y sus fines.

Por otro lado, y de acuerdo con su política de inversión a largo plazo, encontramos como titular del 1,5% del capital social de Repsol al NGPFG. Este porcentaje representa un paquete accionario por valor de casi 370 millones de dólares (Norges Bank, 2019). Este fondo, que se trata del FSI más transparente en cuanto a sus inversiones, ofrece esta detallada información en su página Web. Entendemos que esta participación, tiene la misma función que las anteriormente explicadas. Esta es, ser parte de su gran porfolio de inversiones, del que forma parte Repsol por su optimista proyección bursátil.

Por último, encontramos otra compañía que, aunque no se encuentra cotizada merece la pena analizar. Esta empresa es la Compañía Española de Petróleos S.A. comúnmente conocida por sus siglas CEPSA. Cepsa es otra energética multinacional española que se encarga de la obtención, refinado, distribución y comercialización del gas y petróleo. Con 90 años de historia, está presente en los cinco continentes (Cepsa, 2019). La particularidad por la que es interesante analizar Cepsa es porque su único accionista es un inversor institucional denominado Mubadala Investment Company, el fondo de inversión soberano de Emiratos Árabes Unidos, que como a continuación se explicará, controla totalmente la empresa.

El órgano rector de la estrategia empresarial, el Consejo de Administración, está formado por cuatro integrantes de Mubadala Investment Company, entre los que figura el Consejero Delegado de Mubadala Petroleum, el Director General de Estrategia y Riesgos del FSI, y su Directora de Exploración y Riesgos. Incluso el propio presidente de Cepsa, el señor D. Musabeh Al Kaabi, es el Director General de Petróleo y Petroquímica en Mubadala (Cepsa, 2019).

A esto hay que añadir que, de acuerdo con los datos publicados por la CNMV, el único accionista existente en Cepsa es la empresa International Petroleum Investment Company (IPIC) (Comisión Nacional del Mercado de Valores , 2019). Esta se trata de una compañía titularidad del Gobierno de Emiratos Árabes Unidos que se encarga de gestionar el FSI al que anteriormente nos hemos referido. Establecido en 1984, su principal fin es la inversión internacional en hidrocarburos (Investopedia, 2019).

Mubadala Investment Company se define como una compañía de inversión global orientada a obtener rendimientos financieros de forma sostenible. Esto lo realiza por medio de operaciones financieras centradas en crear valor al accionista en el largo plazo, en la solvencia financiera, en la diversificación de su cartera de valores, y empleando una red global de relaciones internacionales que permiten relaciones a largo plazo y crear un impacto positivo en las sociedades y comunidades receptoras de su inversión. Todo ello gracias a los ingresos obtenidos de la industria de los hidrocarburos que les ha llevado a gestionar activos por valores de 225 millones de dólares, a realizar inversiones en más de 50 países, a invertir en once sectores de negocio, y a superar los 100,000 empleados (Mubadala Investment Company , 2019).

La inversión activista también es una actividad propia del fondo. Numerosos son los proyectos de inversión con una clara iniciativa social, como el fomento del cuidado del medio ambiente, el esfuerzo por el desarrollo profesional de las mujeres, o de los estudiantes (Mubadala Investment Company, 2019). Si bien, el principal objetivo del fondo es conseguir la mayor rentabilidad posible para obtener un beneficio social para el Estado de Emiratos Árabes Unidos.

En el caso de Cepsa y de acuerdo con lo anteriormente explicado, el control total de la compañía que ostenta el FSI la convierte en dueña del Gobierno de Emiratos Árabes que aunque buscará rentabilidad financiera, la independencia política de sus movimientos financieros será puesta de entredicho. De esta forma, las inversiones, movimientos estratégicos de expansión internacional, la venta de petróleo o gas a determinadas potencias puede verse como un movimiento político. Además, le otorga al país árabe la

posibilidad de influir en la producción de esta materia prima y por tanto de influir directamente en el precio del petróleo.

En cuanto a la petrolera española, son importantes sus últimas noticias relativas a su salida a cotización en el mercado secundario. Esta salida, que resultó ser fallida, era un claro movimiento estratégico del FSI. Estaba previsto que la petrolera saliera a bolsa el 18 de octubre de 2018, con un precio de salida de entre 13 y 15 euros por acción. El principal reclamo para atraer inversores era el dividendo que pretendía ofrecer una rentabilidad de entre el 5,6 y 6,4%. El fondo buscaba la salida a bolsa del 25% del capital, dando cabida a inversores institucionales. Particularmente interesante es que en el folleto de salida a bolsa presentado ante la CNMV, Cepsa planteaba novedosas posibilidades de retribuir al accionista en la misma línea que el resto de energéticas. Esta salida a bolsa iba a ser la mayor oferta pública de venta de los últimos 20 años (El Economista , 2018).

Sin embargo, la operación no se llevó a cabo. El jueves 15 de octubre de 2018, Cepsa anunció que su salida a bolsa se posponía ante la incertidumbre existente en el momento en los mercados internacionales. Añadió el presidente de Cepsa que, como inversor a largo plazo, se considerará volver al valor de mercado cuando las condiciones mejorasen (Bravo, Cepsa suspende su salida a bolsa , 2018).

Fuentes informativas afirman que este año Cepsa tampoco llevará a cabo su salida a bolsa. Según estas fuentes, Mubadala considera que el riesgo reputacional de intentar salir a bolsa y volver a fracasar es demasiado alto, por lo que prefiere buscar un inversor institucional al que colocarle el porcentaje previsto en la salida a bolsa, esto es, el 25% del capital. Unos 2,300 millones de euros. Apollo, CVC, Macquire y Blackstone son algunos de los posibles candidatos, sin embargo, la entidad que suena con más fuerza es el fondo de inversión Carlyle (Cinco Días , 2019).

Este fracaso ha tenido consecuencias como los problemas de agencia originados por la diversidad de opiniones y objetivos entre los consejeros y los accionistas. Pedro Miró, el vicepresidente y CEO de la compañía, ha amenazado recientemente en retirarse si entran

fondos institucionales en la compañía. Miró defiende un accionariado unido y compacto, no troceado y empleado como instrumento de inversión para obtener rendimientos. No obstante, parece ser que la posición de Mubadala se inclina más hacia la colocación de 3,000 millones a otro inversor y que se convierta en accionista significativo (Martín, 2019).

Cepsa es un ejemplo del tipo de inversión que un FSI llevaría a cabo en una entidad no cotizada. En el caso particular, la influencia del fondo sobre la empresa es total, de forma que lo que ocurra en el futuro con el accionariado de Cepsa estará determinado por la estrategia de Mubadala, que como hemos visto, primará el largo plazo y la voluntad de obtener rentabilidad. Por lo tanto, si Mubadala consigue un nuevo socio para Cepsa, de acuerdo con la estrategia del fondo, la salida a bolsa no se produciría en el corto y medio plazo porque la entrada de capital ya ocurriría. El problema es que por lo que representa Cepsa para la industria de los hidrocarburos, el fondo no estaría dispuesto a ceder más accionariado, o por lo menos no la mayoría, a terceros inversores, lo que le generaría problemas de control de la compañía.

7. CONCLUSIONES

Las conclusiones a las que llega este estudio son variadas debido a los distintos comportamientos observados en la actividad de los FSI y la disparidad de las teorías estudiadas. No obstante, de este trabajo se pueden sacar las siguientes conclusiones:

Existe una gran variedad de criterios para clasificarlos: edad, tamaño, financiación, etc. No obstante, el criterio más relevante a efectos de este trabajo ha sido el de la motivación de inversión. Tras este estudio se puede afirmar que las teorías acerca de la motivación de los fondos para alcanzar estabilidad macroeconómica son ciertas.

Prueba de esta afirmación es el detallado estudio de las operaciones de los FSI más importantes a nivel global, como el NGPF, quien busca y obtiene rentabilidades de las inversiones que lleva a cabo, y que se encuentran orientadas por un componente ético.

Por lo general, todos los FSI buscarán este objetivo, así como intentar mantener una posición de inversión a largo plazo de las operaciones que acometan.

También se concluye en que estas instituciones de inversión son entidades que tienen estrategias variables, acordes con el periodo macroeconómico interno por el que estén pasando sus países de origen. Es decir, de acuerdo con la política económica interna del Estado titular, se invertirá a largo plazo o por el contrario se perseguirán objetivos a corto plazo. Otra evidencia de que el fin último de la inversión radica en la estabilidad económica interna, la encontramos en las clasificaciones anteriormente expuestas. Éstas muestran unas motivaciones que tienden a conseguir objetivos macroeconómicos simples como parte de los objetivos de estabilidad económica superiores.

Como se puede observar, el bienestar económico suele ser la motivación principal, aunque existen fondos que, al gozar ya de ese bienestar económico, emplean sus excedentes fiscales en llevar a cabo inversiones éticas, como por ejemplo el NGPF.

En lo que al efecto de la inversión en los gobiernos de las empresas respecta, se llega a las siguientes conclusiones:

La teoría estudiada en este aspecto es variada. Mientras que algunos autores anteriormente mencionados consideran que las decisiones estratégicas que toma una empresa no guardan relación con el reparto accionario de su capital social (Ni et al., 2017), otros autores entienden que aquellos inversores con inversiones mayoritarias en una compañía buscan intereses estratégicos antes que financieros y que tendrán una clara influencia en la dirección estratégica (Classens et al., 2012). Un ejemplo expuesto en este sentido es el caso de Cepsa, donde Mubadala lleva a cabo una participación de control total de la compañía para gestionar una de las petroleras con más poder del mundo y así administrar un sector del que en gran parte depende la economía del país. Por lo que esto parece sugerir que en los casos en los que se desea invertir de forma estratégica, se buscará acceder a un alto porcentaje del accionariado. Esto se confirma en el estudio multicaso. Por tanto, parece ser que existe una relación entre el porcentaje de capital apropiado y la

motivación inversora, como afirmaban autores como Aguilera et al., (2017) y Classens et al., (2012).

Otros autores consideran que el modelo de Gobierno Corporativo de la empresa es en sí el motivo por el que los FSI invierten en determinadas entidades. Se concluye en este sentido que los fondos que busquen rentabilidad buscarán entidades con gobiernos estables y fuertes, de forma que se disminuyan sus costes de agencia como concluyeron Bushee et al., (2014). Por otro lado, los que tengan intención de invertir para ejercer un control estratégico, serán menos reticentes a peores políticas de Gobierno Corporativo porque pretenderán imponer las suyas (Bushee et al., 2014). Esto parece quedar demostrado con el análisis realizado a Iberdrola, donde encontramos dos FSI con fines diferentes. Por un lado, el NGPF invierte en Iberdrola con fines éticos (empresa centrada en energías renovables y buen Gobierno Corporativo) y económicos (alta rentabilidad a corto plazo de la acción). Por otro lado, encontramos al QIA como inversor significativo, lo que implica que llevará cabo una inversión a más largo plazo orientada a tener una mayor implicación en el sector energético.

En relación con lo anterior, y dentro del ámbito regulador, se concluye en que la tendencia legislativa se orienta a conseguir una mayor transparencia de las actuaciones de estos fondos. No obstante, la implementación global y unificada de esta regulación es, hoy en día, prematura y únicamente potestativa, basada en principios de buen gobierno y códigos de transparencia de cumplimiento voluntario. De esta forma, cada Estado aplicará una ley sustantiva distinta a la actuación de los FSI, obteniéndose así un diverso entramado jurídico que varía en complejidad y permisibilidad de acuerdo con cada Estado. Por lo general, todos los Estados suelen imponer políticas de inversión más restrictivas a los inversores institucionales que se enfoquen en empresas estratégicamente claves para el país de recepción de la inversión (Presciani & Ginevra., 2017).

En cuanto al caso concreto de las inversiones analizadas en el estudio del sector energético español, se aprecia un creciente interés de los FSI en las empresas energéticas españolas. Principalmente, en aquellas que están experimentando un crecimiento bursátil

a medio y corto plazo. Sin embargo, aunque encontramos inversiones minoritarias en algunas empresas como Endesa y Naturgy, encontramos también grandes participaciones en otras como Iberdrola. Y en algunos casos controles totales como en Cepsa. Esto nos lleva a concluir que el sector energético español es un sector atractivo para este tipo de inversores, independientemente del objetivo que busquen. Esta afirmación se basa en dos aspectos: En primer lugar, el buen momento económico que está experimentando este sector y, en segundo lugar, la existencia en España de compañías punteras en el ámbito energético mundial, que harán de ellas importantes herramientas de control de la energía global.

Acorde con los resultados del estudio, y con el fin de dar respuesta al objetivo planteado en el mismo, es posible afirmar que la relación entre los FSI y la Dirección Estratégica de las Empresas en las que invierten se basa principalmente en el horizonte temporal de las inversiones, en las conductas de Gobierno Corporativo de las empresas objeto de inversión, en la participación accionarial, y finalmente en la motivación inversora del FSI.

8. BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS

- Aguilera, Capapé, & Santiso. (2016). Sovereign Wealth Funds: A Strategic Governance View. *Academy of Management Perspectives*, 8.
- Aizenman, & Glick. (2009). Sovereign wealth funds: Stylized facts about their determinants and governance. *International Finance*, 355-360.
- Barbary. (2014). *Sovereign Wealth Fund investment in infrastructure*. Madrid: Sovereign Wealth Funds 2014.
- Barclay, Holderness, & Sheehan. (2007). Private placements and managerial entrenchment. *Journal of Corporate Finance*, 453-479.
- Bodie, & Briere. (2013). Optimal asset allocation for sovereign wealth funds: Theory and practice. *Bankers, Markets & Investors*, 45-55.
- Bodie, & Briere. (2013). Optimal Asset Allocation for Sovereign Wealth Funds: Theory and Practice. *Bankers; Markets and Investors*, 52.
- Bolsas y Mercados Españoles. (9 de Marzo de 2019). *Listado de empresas por sectores*. Obtenido de Empresas cotizadas: <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/EmpresasPorSectores.aspx>
- Bortolotti, Fotak, & Megginson. (2013). *The Sovereign Wealth Fund discount: Evidence from public equity investment*. Milan: Baffi Center Research Paper.

- Bortolotti, Fotak, & Megginson. (2013). *The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from public equity investments* . Milan .
- Bortolotti, Fotak, & Megginson. (2015). The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from Public Equity Investments . *The Review of Financial Studies* .
- Bravo. (15 de Octubre de 2018). Cepsa suspende su salida a bolsa . *Expansión* .
- Bravo. (15 de Octubre de 2018). *Expansión: Mercados* . Obtenido de Sitio Web de Expansión:
<http://www.expansion.com/mercados/2018/10/15/5bc433feca4741746c8b463b.html>
- Bushee, Carter, & Gerakos. (2014). Institutional Investor Preferences for Corporate Governance Mechanisms . *Journal of Management Accounting Research* , 38-57.
- Bushee, Carter, & Gerakos. (2014). Institutional Investor Preferences for Corporate Governance Mechanisms . *Journal of Management Accounting Research*, 123-149.
- Capapé. (27 de Noviembre de 2017). *IE: Infografías; Insights; Fondos Soberanos de Inversión*. Obtenido de Sitio Web del Instituto de Empresa:
<https://www.ie.edu/insights/es/infografias/los-fondos-soberanos-instrumento-inversion-los-gobiernos/>
- Capapé, J. (2015). *Sovereign Wealth Funds: Strategic Governance and Responsible Ownership* . Barcelona .
- Capron, & Shen. (2007). Acquisitions of private vs. public firms: Private information, target selection and acquirer returns . *Strategic Management Journal*, 891-911.
- Cepsa. (11 de Marzo de 2019). *Compañía*. Obtenido de Sitio Web de Cepsa :
<https://www.cepsa.com/es/compania>
- Cepsa. (11 de Marzo de 2019). *Compañía; Gobierno Corporativo; Consejo de Administración*. Obtenido de Sitio Web de Cepsa :
<https://www.cepsa.com/es/compania/gobierno%E2%80%93corporativo/consejo%E2%80%93administracion>
- Cinco Días . (6 de Marzo de 2019). Cepsa descarta una OPV en 2019 y busca un socio con Carlyle como favorito. *Cinco Días* .
- Clark, Dixon, & Monk. (2013). Sovereign wealth funds: Legitimacy, governance, and global power. *Princeton University Press*.
- Classens, Djankov, Fan, & Lang. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings . *The Journal of Finance* , 2748-2754.
- CNMV. (10 de Marzo de 2019). *Derechos de voto: Notificaciones y participaciones* . Obtenido de Sitio Web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores :
<http://www.cnmv.es/portal/Consultas/DerechosVoto/Notificaciones-Participaciones.aspx?qS={f7271eed-aaca-46cc-b4f1-05e0fbabc74f}>
- Cohen. (2009). Sovereign Wealth Funds and national security: The great tradeoff. *International Affairs*, 715-731.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores . (2016). *Informe Financiero Anual Iberdrola*. Iberdrola .
- Comisión Nacional del Mercado de Valores . (11 de Marzo de 2019). *Derechos de voto: Notificaciones-Participaciones*. Obtenido de Sitio Web de la CNMV :
<http://www.cnmv.es/portal/Consultas/DerechosVoto/Notificaciones-Participaciones.aspx?qS={d09b2d6a-b118-474b-aa66-ae0be6195f2e}>

- Comisión Nacional del Mercado de Valores . (11 de Marzo de 2019). *Derechos de Voto: Notificaciones-Participaciones*. Obtenido de Sitio Web de la CNMV: <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/DerechosVoto/Notificaciones-Participaciones.aspx?qS={24b7e04f-4c7b-4cd0-9adb-90408d62df58}>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores . (11 de Marzo de 2019). *Derechos de voto: Notificaciones-Participaciones* . Obtenido de Sitio Web de la CNMV: <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/DerechosVoto/Notificaciones-Participaciones.aspx?qS={d0ed149a-f9f5-424e-be35-ffb354e4688c}>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (11 de Marzo de 2019). *Consultas: Derechos de voto: Notificaciones: Participaciones* . Obtenido de Sitio Web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores : <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/DerechosVoto/Notificaciones-Participaciones.aspx?qS={766b6b81-1019-4a2d-93fd-5c51e2cfa8ac}>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2019). *Notificación de participaciones significativas* . CNMV.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (26 de Marzo de 2019). *Portal: Consultas: Derechos de Voto: Notificaciones: Participaciones*. Obtenido de Sitio Web de la CNMV: <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/DerechosVoto/Notificaciones-Participaciones.aspx?qS={e94c9f16-df2d-4df0-be6b-96c41add315e}>
- Cumming, & Walz. (2010). Private equity returns and disclosure around de world . *Journal of International Business Studies* , 727-749.
- Dewenter, Han, & Malatesta. (2010). Firm value and sovereign wealth funds investments . *Journal of Financial Economics* , 256-278.
- Dewenter, Han, & Malatesta. (2010). Firm values and sovereign wealth fund investments. *Journal of Financial Economics* , 256-278.
- Dick, & Morse. (2011). *Sovereign wealth fund portfolios* . Chicago .
- El Economista . (2 de Octubre de 2018). Cepsa saldrá a bolsa el 18 de octubre a un precio de entre 13,10 y 15,10 euros por acción. *El Economista*.
- El Economista . (7 de Marzo de 2019). Obtenido de Paliza a la banca y brillan las energéticas con el pesimismo del BCE: el Ibex 35 cae un 0,5% por debajo de los 9.300 puntos: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/9745290/03/19/El-Ibex-35-espera-plano-la-reunion-del-BCE-y-su-previsible-inyeccion-de-liquidez-para-la-banca.html>
- El Economista . (7 de Marzo de 2019). *Empresas: Enagas*. Obtenido de Sitio Web de El Economista: <https://www.eleconomista.es/empresa/ENAGAS>
- El Economista. (8 de Marzo de 2019). *Empresa: Endesa*. Obtenido de Sitio Web de El Economista : <https://www.eleconomista.es/empresa/ENDESA>
- El Economista. (7 de Marzo de 2019). *Empresa: Iberdrola*. Obtenido de Sitio Web de El Economista: <https://www.eleconomista.es/empresa/IBERDROLA>
- El Economista. (7 de Marzo de 2019). *Empresa: Naturgy*. Obtenido de Sitio Web de El Economista: <https://www.eleconomista.es/empresa/NATURGY>
- El Economista. (7 de Marzo de 2019). *Empresa: REE*. Obtenido de Sitio Web de El Economista: <https://www.eleconomista.es/empresa/REE>
- El Economista. (7 de Marzo de 2019). *Empresas: Repsol*. Obtenido de Sitio Web de El Economista: <https://www.eleconomista.es/empresa/REPSOL>

- Enagás . (10 de Marzo de 2019). *Quiénes somos: Presentación*. Obtenido de Sitio Web de Enagás: <https://www.enagas.es/enagas/es/QuienesSomos/Presentacion>
- Enagás. (10 de Marzo de 2019). *Sitio web de Enegás* . Obtenido de Participaciones significativas, derechos de voto de consejeros y autocartera: <https://www.enagas.es/stfls/ENAGAS/Relaci%C3%B3n%20con%20inversores/Documentos/Part.%20significativas%20y%20autocartera%2024%2002%202016%20Web%20ESP.pdf>
- Endesa. (10 de Marzo de 2019). *Sobre Endesa: Consejo de Administración*. Obtenido de Sitio Web de Endesa : <https://www.endesa.com/es/sobre-endesa/a201611-consejo-administracion.html>
- Endesa. (10 de Marzo de 2019). *Sobre Endesa: Perfil de Endesa* . Obtenido de Sitio Web de Endesa : <https://www.endesa.com/es/sobre-endesa/a201610-perfil.html>
- Epstein, & Rose. (2004). The regulation of sovereign wealth funds: The virtues of going slow . *University of Chicago Law Review* , 120-134.
- Expansión . (7 de Julio de 2013). *Españón: Accesible: Blog: Gobierno Corporativo*. Obtenido de Sitio Web de Expansión : <http://www.expansion.com/accesible/blogs/conthe/2013/07/07/gobierno-corporativo-tendencias.html>
- Expansión . (23 de Febrero de 2019). *Empresas* . Obtenido de Las eléctricas revolucionan el Ibex con 30.000 millones en dividendos : <http://www.expansion.com/empresas/energia/2019/02/23/5c713e9322601d64238b459d.html>
- Fleischer. (2009). A theory of taxing sovereign wealth . *New York University Law Review* , 490-513.
- García-Legaz, Solana, & Scott. (2014). *Fondos Soberanos* . Esade .
- Gelb, Tordo, & Halland. (2014). *Sovereign Wealth Funds and long-term development finance* . Washington DC.
- Gilson, & Milhaupt. (2008). Sovereign Wealth Funds and corporate governance: A minimalist response to the new mercantilism. *Stanford Law Review*, 1345-1370.
- Haberly. (2014). *Sovereign Wealth Funds: Legitimacy, Governance, and Global Power*. Princeton University Press.
- Iberdrola. (10 de Marzo de 2019). *Accionistas-inversores: Accion: Capital: Participaciones* . Obtenido de Sitio Web de Iberdrola : <https://www.iberdrola.com/accionistas-inversores/accion/capital/participaciones>
- Iberdrola. (10 de Marzo de 2019). *Conocenos: en cifras*. Obtenido de Sitio Web de Iberdrola: <https://www.iberdrola.com/conocenos/cifras>
- Insights, I. (12 de Marzo de 2019). *Insights: Infografía: los fondos soberanos, instrumentos de inversión de los Gobiernos*. Obtenido de Sitio Web del Instituto de Empresa: <https://www.ie.edu/insights/es/infografias/los-fondos-soberanos-instrumento-inversion-los-gobiernos/>
- Investopedia. (11 de Marzo de 2019). *Terms: International Investment Petroleum Company* . Obtenido de Sitio Web de Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/i/international-petroleum-investment-company.asp>

- Johan, Knill, & Mauck. (2013). Determinants of sovereign wealth fund investment in private equity vs. public equity. *Journal of International Business Studies*, 160-171.
- Johan, Knill, & Mauck. (2013). Determinants of sovereign wealth fund investment in private equity vs. public equity . *Journal of International Business Studies* , 155-172.
- Knill, Lee, & Mauck. (2012). Sovereign wealth fund investment and the return-to-risk relationship of target firms . *Journal of Financial Intermediation* , 16- 35.
- Kratsas, & Truby. (2015). *Regulating Sovereign Wealth Funds to avoid Investment Protectionism*.
- Kunzel, Lu, Petrova, & Pihlman. (2011). *Investment objectives of sovereign wealth funds - A shifting paradigm*. Washington D.C.
- Labandeira, & Linares. (2009). *Análisis de la evolución de la intensidad energética en España* . Vigo : Economics for energy .
- Legaz, G., Solana, & Scott. (2014). *Fondos soberanos 2014*. Invest in Spain.
- Lindberg. (2015). Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A call for Workable and uniform Sovereign Wealth Fund Review within the E.U. *Syracuse J. International & Commerce* , 103.
- Malik. (2015). Corporate Governance and Real Earnings Management: The Role of the Board and Institutional Investors. *Journal of Knowledge Globalization*, 37-87.
- Marco. (24 de Febrero de 2017). *El Confidencial: empresas* . Obtenido de Sitio Web del Confidencial: https://www.elconfidencial.com/empresas/2017-02-24/qatar-vende-un-1-2-de-iberdrola-por-570-millones-tras-jugar-con-la-accion_1338413/
- Martín. (12 de Marzo de 2019). Cepsa, más cerca del troceo y del adiós de Pedro Miró, si Apollo se hace con el 30%. *Hispanidad*.
- Milhaupt, & Zheng. (2014). *Beyond Ownership: State capitalism and de Chinese firm* . Brussels : European Corporate Governance Institute .
- Monks. (2003). Equity Culture at Risk: the threat to Anglo-American prosperity . *Corporate Governance*, 164-170.
- Mubadala Investment Company . (2019 de Marzo de 2019). *Who we are: About the company*. Obtenido de Sitio Web de Mubadala Investment Company : <https://www.mubadala.com/en/who-we-are/about-the-company>
- Mubadala Investment Company. (12 de Marzo de 2019). *Our impact*. Obtenido de Sitio Web de Mubadala Investment Company : <https://www.mubadala.com/en/our-impact#explore-stories>
- Mussacchio, & Lazzarini. (2014). Reinventing State capitalism: Leviathan in business, Brazil and Beyond. . *Harvard University Press*.
- Naturgy. (11 de Marzo de 2019). *Conocenos: La compañía*. Obtenido de Sitio Web de Naturgy: https://www.naturgy.com/conocenos/la_compania
- Ni, Liao, & Huang. (2017). Foreign Institutional Investors, Shareholding Change, and Corporate Governance . *Emerging Markets Finance & Trade*, 764-775.
- Norges Bank . (10 de Marzo de 2019). *About the bank* . Obtenido de Sitio Web de Norges Bank : <https://www.norges-bank.no/en/about/>
- Norges Bank . (10 de Marzo de 2019). *Organisation: Government model* . Obtenido de Sitio Web de Norges Bank Investment Management :

- <https://www.nbim.no/en/organisation/governance-model/guidelines-for-observation-and-exclusion-from-the-fund/>
- Norges Bank. (10 de Marzo de 2019). *The Fund: About the Fund* . Obtenido de Sitio Web de Norges Bank Investment Management: <https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/>
- Norges Bank. (11 de Marzo de 2019). *The Fund: Holdings*. Obtenido de Sitio Web de Norges Bank : <https://www.nbim.no/en/the-fund/holdings/holdings-as-at-31.12.2018/?fullsize=true>
- Norges Bank. (11 de Marzo de 2019). *The Fund: Holdings*. Obtenido de Sitio Web de Norges Bank : <https://www.nbim.no/en/the-fund/holdings/holdings-as-at-31.12.2018/?fullsize=true>
- Norges Bank. (11 de Marzo de 2019). *The Fund: Holdings* . Obtenido de Sitio Web de Norges Bank : <https://www.nbim.no/en/the-fund/holdings/holdings-as-at-31.12.2018/?fullsize=true>
- Pistor, & Hatton. (2011). Maximizing autonomy in the shadow of great powers: The political economy of sovereign wealth funds . *Columbia Journal of Transnational Law*, 7-59.
- Presciani, & Ginevra. (2017). Sovereign Wealth Fund Transparency and the European Rules on Institutional Investor Disclosure. *Wake Forest Law Review*, 816.
- Qatar Investment Authority. (10 de Marzo de 2019). *About us: Our mission and values*. Obtenido de Sitio Web de Qatar Investment Authority : <https://www.qia.qa/About/OurMission.aspx>
- Red Eléctrica de España. (2019 de Marzo de 2019). *Gobierno Corporativo: Consejo de Administración: Miembros del Consejo*. Obtenido de Sitio Web de Red Eléctrica Española: <https://www.ree.es/es/gobierno-corporativo/consejo-de-administracion/miembros-del-consejo>
- Reed. (2009). Sovereign Wealth Funds: The new barbarians at the gate? An analysis of the legal business implications of their ascendancy. *Virginia Law & Business Review* , 97-124.
- Repsol . (11 de Marzo de 2019). *Conocenos: Qué hacemos*. Obtenido de Sitio Web de Repsol Global : <https://www.repsol.com/es/conocenos/que-hacemos/index.cshtml>
- Repsol. (11 de Marzo de 2019). *Gobierno Corporativo: Participaciones accionariales* . Obtenido de Sitio Web de Repsol : <https://www.repsol.com/es/accionistas-inversores/gobierno-corporativo/participaciones-accionariales/index.cshtml>
- Rose. (2015). A Disclosure Framework for Public Fund Investment Policies . *Procedia Econ. & Fin* , 6.
- Rubin. (2007). Ownership level, ownership concentration and liquidity . *Journal of Accounting and Economics* , 298-315.
- Santiso, & Ríos. (2014). *Sovereign wealth funds in Spain and Latin America* . Madrid: Sovereign Wealth Funds 2014.
- Temasek . (11 de Marzo de 2019). *What we do: Ins outs Temasek* . Obtenido de Sitio Web de Temasek : <https://www.temasek.com.sg/en/what-we-do/ins-outs-temasek/growing-with-singapore.html>
- Temasek. (11 de Marzo de 2019). *Who we are: About Us*. Obtenido de Sitio Web de Temasek : <https://www.temasek.com.sg/en/who-we-are/about-us.html>

- Temasek. (26 de Marzo de 2019). *Who we are: Corporate Governance*. Obtenido de Sitio Web de Temasek: <https://www.temasek.com.sg/en/who-we-are/corporate-governance.html>
- Truman. (2013). *Progress on sovereign wealth fund transparency and accountability: An updated SWF scoreboard*. Washington D.C.: Policy Briefs.
- UE. (27 de Febrero de 2008). *Rapid:Press releases action*. Obtenido de Sitio web de la UE: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/313>
- Vasudeva. (2013). Weaving together the normative and regulative roles of government: How the Norwegian sovereign fund's responsible conduct is shaping firms' cross-border investments. *Organization Science*, 1670-1683.
- Weiss. (2009). The state and economy: Neoliberal or neoactivist? . *Oxford University Press*, 607-661.
- Wills, Senbet, & Simbanegavi. (2016). Sovereign Wealth Fund and Natural resource management in Africa . *Journal of African Economies*.
- Woo, W. T., Xie, Zhang, & Zhang. (2015). A Multiple-Goal Investment Strategy for Sovereign Wealth Funds: An Application to China. *Asian Economic Papers*.