



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA



Análisis de la participación de los principales fondos soberanos en las empresas cotizadas europeas

Máster en Dirección Financiera y Fiscal

Facultad de Administración y Dirección de Empresas

Autor: Laura Gómez-Pavón Durán

Tutor: Fernando García García

Valencia, septiembre de 2019

RESUMEN

El objetivo del presente trabajo es la realización de un análisis sobre la inversión realizada por los quince principales fondos soberanos en las empresas cotizadas europeas. Este análisis se divide en dos secciones: una de carácter descriptivo y otra de tipo estadístico. La metodología utilizada para ello se basa en la extracción de datos de la plataforma Orbis y en la ejecución de una regresión logística binomial a través de SPSS. Los principales resultados muestran que, en primer lugar, el fondo noruego es aquel que invierte en un mayor número de empresas y países europeos. Otro de los resultados indica que el Reino Unido es el país que capta más inversión. Por último, los resultados permiten llegar también a la conclusión de que existen una serie de factores asociados al tamaño de la empresa, su rentabilidad y apalancamiento que influyen en la decisión de invertir por parte de un fondo soberano.

Palabras clave: Fondos soberanos, Inversión, Empresas europeas cotizadas, Regresión logística binomial

ABSTRACT

The aim of this study was to conduct an analysis of the investment made by the fifteen largest sovereign wealth funds on listed European companies. The analysis is divided into two sections: a descriptive one and a statistical one. The methodology used for this purpose consisted of mining data from Orbis database and running a binomial logistic regression on SPSS. The main results show that, in the first place, the Norwegian fund is the one that invests in a larger amount of companies and European countries. Another significant result indicates that the United Kingdom is the country that receives the most investment. Finally, the results lead also to the conclusion that, concerning investing, sovereign wealth funds are influenced by a set of factors such as company size, profitability, and leverage, whereas the company's home country and the economic sector it belongs are not determining factors.

Key words: Sovereign wealth funds, Investment, Listed European companies, Binomial logistic regression

ÍNDICE DE CONTENIDO

1.-INTRODUCCIÓN	1
2.-OBJETIVOS	2
3.-LOS FONDOS SOBERANOS: UNA APROXIMACIÓN	3
3.1.-Determinación del concepto	3
3.2.-Características principales	4
3.3.-Cronología	5
3.4.-Situación actual.....	7
3.5.-Tipología.....	7
3.6.-Riesgos y problemática.....	9
4.-FONDOS SOBERANOS OBJETO DE ESTUDIO.....	11
4.1.-Government Pension Fund	11
4.2.-China Investment Corporation.....	13
4.3.-Abu Dhabi Investment Authority.....	14
4.4.-Kuwait Investment Authority	15
4.5.-Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio.....	15
4.6.-GIC Private Limited.....	16
4.7.-National Council for Social Security Fund.....	17
4.8.-SAFE Investment Company	17
4.9.-Temasek Holdings	18
4.10.-Public Investment Fund	19
4.11.-Qatar Investment Authority	19
4.12.-Investment Corporation of Dubai	20
4.13.-Mubadala Investment Company	21
4.14.-Korea Investment Corporation (KIC)	21
4.15.-Future Fund.....	22
5.-METODOLOGÍA.....	24
5.1.-Metodología empleada en el análisis descriptivo	24
5.1.1.-Extracción de datos	24
5.1.2.-Tratamiento de la información obtenida	26
5.2.-Metodología empleada en el análisis estadístico	26
5.2.1.-Planteamiento del modelo.....	26
5.2.2.-Proceso de selección de variables:	27
6.-ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS	35
6.1.-Análisis descriptivo.....	35

6.1.1.-Análisis de las carteras europeas de los fondos	35
6.1.2.-Análisis de la inversión global en Europa.....	53
6.2.-Análisis estadístico.....	58
6.2.1.-Consideraciones previas.....	58
6.2.2.-Justificación de la aceptación del modelo	58
6.2.3.-Interpretación de los coeficientes obtenidos	60
7.-CONCLUSIONES	65
8.-BIBLIOGRAFÍA	67

ÍNDICE DE TABLAS

<i>Tabla 1. Cronología de la creación de los principales fondos soberanos</i>	6
<i>Tabla 2. Comparación entre los fondos de estabilización y los fondos de ahorro</i>	8
<i>Tabla 3. Fondos soberanos objetos de estudio</i>	11
<i>Tabla 4. Clasificación de las variables iniciales</i>	27
<i>Tabla 5. Codificación de la variable dependiente</i>	28
<i>Tabla 6. Codificación de las variables dummy para las variables PIB y SECTOR</i>	30
<i>Tabla 7. Coeficientes de correlación de las variables independientes con la dependiente (Correlación de Pearson)</i>	31
<i>Tabla 8. Matriz de correlaciones entre las variables independientes (Correlación de Pearson)</i>	32
<i>Tabla 9. Valores VIF para las variables independientes inicialmente seleccionadas</i>	33
<i>Tabla 10. Valores VIF para las variables independientes finales</i>	34
<i>Tabla 11. Países europeos receptores de la inversión</i>	37
<i>Tabla 12. Países europeos receptores de la inversión</i>	38
<i>Tabla 13. Países europeos receptores de la inversión</i>	40
<i>Tabla 14. Países europeos receptores de la inversión</i>	41
<i>Tabla 15. Países europeos receptores de la inversión</i>	43
<i>Tabla 16. Países europeos receptores de la inversión</i>	45
<i>Tabla 17. Países europeos receptores de la inversión</i>	46
<i>Tabla 18. Distribución de la inversión por sectores económicos</i>	47
<i>Tabla 19. Países europeos receptores de la inversión</i>	48
<i>Tabla 20. Países europeos receptores de la inversión</i>	50
<i>Tabla 21. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas</i>	51
<i>Tabla 22. Países europeos receptores de la inversión</i>	53
<i>Tabla 23. Valores totales de la inversión en Europa realizada por los fondos soberanos</i>	53
<i>Tabla 24. Valores totales de la inversión realizada por los fondos soberanos en los principales países europeos</i>	54
<i>Tabla 25. Inversión realizada por los fondos soberanos en número de empresas por país</i>	56
<i>Tabla 26. Pruebas ómnibus de coeficientes de modelo</i>	59
<i>Tabla 27. Resumen del modelo</i>	59
<i>Tabla 28. Tabla de clasificación</i>	60
<i>Tabla 29. Variables en la ecuación</i>	61

ÍNDICE DE GRÁFICOS

<i>Gráfico 1. Evolución del valor de mercado del fondo soberano noruego a marzo 2019 (en miles de millones coronas suecas).....</i>	<i>13</i>
<i>Gráfico 2. Evolución del rendimiento del fondo soberano australiano respecto al IPC.....</i>	<i>22</i>
<i>Gráfico 3. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas.....</i>	<i>35</i>
<i>Gráfico 4. Países europeos receptores de la inversión (\$MM).....</i>	<i>36</i>
<i>Gráfico 5. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas.....</i>	<i>37</i>
<i>Gráfico 6. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas.....</i>	<i>38</i>
<i>Gráfico 7. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas.....</i>	<i>39</i>
<i>Gráfico 8. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas.....</i>	<i>41</i>
<i>Gráfico 9. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas.....</i>	<i>43</i>
<i>Gráfico 10. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas.....</i>	<i>44</i>
<i>Gráfico 11. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas.....</i>	<i>46</i>
<i>Gráfico 12. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas.....</i>	<i>47</i>
<i>Gráfico 13. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas</i>	<i>49</i>
<i>Gráfico 14. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas.....</i>	<i>51</i>
<i>Gráfico 15. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas</i>	<i>52</i>

ÍNDICE DE FIGURAS

<i>Figura 1. Proporción entre los quince principales fondos soberanos y los restantes</i>	<i>24</i>
<i>Figura 2. Transformación de la variable PAIS.....</i>	<i>29</i>
<i>Figura 3. Transformación de la variable SECTOR.....</i>	<i>30</i>
<i>Figura 4. Distribución de la inversión por sectores económicos.</i>	<i>36</i>
<i>Figura 5. Distribución de la inversión por sectores económicos</i>	<i>39</i>
<i>Figura 6. Distribución de la inversión por sectores económicos</i>	<i>42</i>
<i>Figura 7. Distribución de la inversión por sectores económicos</i>	<i>44</i>
<i>Figura 8. Distribución de la inversión por sectores económicos</i>	<i>45</i>
<i>Figura 9. Distribución de la inversión por sectores económicos</i>	<i>48</i>
<i>Figura 10. Distribución de la inversión por sectores económicos</i>	<i>50</i>
<i>Figura 11. Distribución de la inversión por sectores económicos</i>	<i>52</i>

1.-INTRODUCCIÓN

Los fondos soberanos son vehículos de inversión cuya existencia se remonta hasta hace más de cincuenta años y cuyo crecimiento no se ha visto interrumpido hasta la actualidad. Hoy en día existen más de ochenta instrumentos de este tipo gracias a los cuales los Estados canalizan la riqueza procedente de diversas fuentes hacia activos financieros de todo tipo que les permitan la obtención de ganancias a largo plazo. Aunque técnicamente sean clasificados como instrumentos de inversión, en la práctica han demostrado tener una función que trasciende la mera obtención de rendimientos y, en numerosas ocasiones, desarrollan un papel clave en el sostenimiento y desarrollo de las economías domésticas, así como para la preservación de riqueza para las generaciones futuras.

Como cabe pensar y tal y como se verá a lo largo del presente trabajo, no todos los fondos soberanos poseen la misma capacidad inversora ni siguen la misma estrategia, por lo que, a pesar de tratarse del mismo tipo de instrumentos, presentan características tan diferentes entre sí que hace que, para poder tener un conocimiento generalizado de la realidad, sea necesario el estudio individualizado de cada uno de los fondos. A título de ejemplo, existen fondos cuya inversión se limita de manera casi exclusiva al propio país, mientras que otros optan por una total internacionalización de ésta; así como fondos cuya inversión se centra en unos pocos activos mientras que la de otros engloba miles de ellos. Todo esto hace que la naturaleza y actividad de estos fondos resulte una realidad compleja de comprender, hecho que se ve acentuado por la escasez de información pública actualizada al respecto.

En una economía tan globalizada como la actual, en la que el capital fluye constantemente entre empresas, activos e instituciones a un ritmo vertiginoso, cabe cuestionarse cuál es entonces la magnitud de la influencia que pueden llegar a ejercer estos gigantes de la inversión sobre Europa y los distintos Estados que la componen. Algunas de las cuestiones que pueden llegar a plantearse son: ¿Invierten más los fondos soberanos en Europa que en otras zonas geográficas como por ejemplo Estados Unidos? ¿Qué peso real suponen estas inversiones respecto al total de la cartera global? ¿Cuáles son los países europeos que captan mayor inversión y en qué posición se encuentra España?

Entre los principales propósitos de este trabajo se encuentra también el de arrojar algo de luz sobre estas cuestiones y poder retratar, en la medida de lo posible, la realidad de estos instrumentos de inversión en el contexto europeo.

2.-OBJETIVOS

La realización del presente trabajo persigue un triple objetivo:

- Proporcionar un marco teórico suficiente acerca de las características principales, actividad y tipología de los fondos soberanos, al igual que describir los principales fondos soberanos a fin de contextualizar su posterior análisis.
- Analizar información relevante acerca de la inversión realizada por parte de cada fondo en Europa; globalmente a través de su comparación con otras áreas geográficas, y a nivel individual mediante la descripción de la inversión realizada en los diferentes países europeos.
- Extraer, a través de un modelo estadístico, datos significativos que permitan la detección de posibles factores determinantes en la decisión de inversión en empresas cotizadas europeas por parte de los fondos soberanos.

3.-LOS FONDOS SOBERANOS: UNA APROXIMACIÓN

3.1.-Determinación del concepto

Cuando se trata de definir el concepto de fondo soberano, debe partirse del presupuesto de que esta labor no es tarea fácil ya que no existe una única e indiscutible definición para este término. Si se atiende a lo propuesto actualmente por los autores expertos en la materia, se coincide, con carácter general, en que los fondos soberanos son vehículos de inversión de los gobiernos a través de los que se invierte en activos denominados en moneda extranjera y cuya gestión se realiza separadamente de la de las reservas oficiales (Jen, 2007). Dicho esto, aunque la existencia de estos instrumentos se remonta hasta hace más de cincuenta años, el término “fondo soberano”, del inglés “sovereign wealth funds” (comúnmente abreviado con las siglas “SWF”), fue acuñado menos de dos décadas atrás por Rozanov (2005) en su artículo “Who holds the wealth of nations”. En esta publicación se habla de los fondos soberanos como un grupo emergente de fondos de titularidad estatal que cumplen con una serie de funciones relacionadas con proporcionar estabilidad económica al país, nutriéndose principalmente de los excesos derivados de la exportación de petróleo, gas, cobre y diamantes. Asimismo, se pone de relieve la tendencia de crecimiento de estos fondos (tendencia que persiste en la actualidad) y de cómo en aquel momento el valor total de los fondos alcanzaba un total de 895 mil millones de dólares americanos; todo ello, por tanto, haciendo necesario la creación de un nuevo término que diera cabida a esa realidad.

Partiendo de esta idea, poco ha cambiado el concepto de fondo soberano en los últimos años, siendo cierto, no obstante, que se han planteado algunas dudas acerca de qué tipos de fondos pueden considerarse como tales y cuáles no. Concretamente, surge la siguiente cuestión: sirviendo habitualmente a fines similares ¿Son realmente los fondos públicos de pensiones una tipología de fondos soberanos o deben clasificarse separadamente? Atendiendo a la definición que proporciona el Sovereign Wealth Institute (SWFI), la definición de fondo soberano debe excluir las siguientes categorías: reservas en moneda extranjera enmarcadas en la tradicional balanza de pagos o con fines de política monetaria, empresas públicas, fondos de pensiones públicos y activos gestionados con el fin de beneficiar a particulares. Así pues, aunque los fondos públicos de pensiones son, en efecto, instrumentos de inversión soberanos, no deben clasificarse dentro de la categoría de “fondo soberano”. Esta distinción resulta de gran utilidad ya que uno de los principales fondos soberanos que será objeto de estudio es el noruego, que recibe el nombre de “Fondo de Pensiones del Gobierno de Noruega”. Precisamente, atendiendo a la concisión que se hace en este apartado y contrastándola con la naturaleza de este fondo, se aprecia que realmente (aunque el nombre pudiera inducir a confusión) no se trata de un fondo de pensiones, ya que el capital que este invierte no procede de las contribuciones pensionales sino de los excesos de la

exportación de petróleo, lo cual hace que encaje en la definición de fondo soberano. A pesar de esto, es común que existan fondos de naturaleza difícilmente determinable y que acaben clasificándose como fondos soberanos al ser el concepto que más se le asemeje, aunque no coincidan con su definición más pura.

3.2.-Características principales

Para poder tener una idea más completa acerca de la esencia de los fondos soberanos, no basta con atender a su definición, sino que debe también precisarse cuáles son sus principales características:

- Son titularidad del gobierno, lo cual los distingue de otros vehículos de inversión como fondos de inversión, *hedge funds* o fondos de pensiones privados. Tal y como se ha recalcado en el apartado anterior, deberían diferenciarse de los fondos de pensiones públicos, así como de las reservas internacionales del país, cuya gestión se realiza separadamente.
- El origen de los fondos de estos instrumentos de inversión suele encontrarse en la exportación de materias primas o *commodities* pero pueden proceder también de otras fuentes. En relación con esto, resulta interesante la distinción propuesta por Reisen (2008) entre los fondos respaldados por países exportadores de petróleo y aquellos que se sustentan en las economías del este asiático. Respecto a los primeros, los fondos soberanos suponen una vía apropiada para poder canalizar el ahorro derivado de las exportaciones de petróleo y poder así alcanzar nuevas vías de riqueza. Sobre los segundos, apunta el autor que el origen de los ingresos que nutren los fondos de estos países reside en la transferencia de reservas de divisa extranjera (principalmente dólares provenientes de las exportaciones de bienes a Estados Unidos).
- Cuentan con una cartera de inversión estratégica diversificada en diferentes tipos de activos, principalmente acciones, bonos e inmuebles, a través de los que se invierte directa e indirectamente en empresas e instituciones extranjeras. Cabe mencionar que, en la práctica, acceder a este tipo de información, es decir, conocer cuál es la composición concreta de la cartera de inversión completa de un fondo soberano no es una labor sencilla. Sobre este aspecto se realizará un comentario en el apartado dedicado a la problemática y riesgos asociados a los fondos.
- Por último, las principales finalidades de este vehículo de inversión pueden resumirse en las siguientes: preservar y crear riqueza a largo plazo, facilitar la estabilidad de los precios de ciertas materias primas, invertir en sectores o zonas geográficas estratégicas,

contrarrestar el riesgo derivado de los potenciales shocks económicos que afecten a la economía del país, diversificar el riesgo o lograr objetivos de carácter político.

3.3.-Cronología

A fin de poder obtener una rápida visión de cuáles son los principales hitos en la historia del surgimiento de los fondos soberanos, la tabla que se presenta más adelante muestra la trayectoria de crecimiento que estos han experimentado desde sus orígenes, recogiendo la creación de los fondos con mayor peso en la economía actual. Puede observarse que, aunque el número de fondos de nueva creación ha disminuido en los últimos cinco años, también es cierto que el momento de mayor auge tuvo lugar hace relativamente poco, durante la primera década de este siglo. Dicho de otra forma, a pesar de que el surgimiento de los fondos soberanos no es un fenómeno nuevo en absoluto, sí que puede decirse que ha sido en la actualidad cuando han ganado un mayor protagonismo.

Volviendo al origen de estos vehículos de inversión, Buteica y Huidumac (2017) señalan el inicio de algunos de los fondos soberanos más relevantes en la actualidad. El primero de ellos, el Kuwait Investment Authority, fue creado en 1953 por el gobierno de Kuwait con el fin de invertir los excedentes procedentes de la exportación de petróleo, así como disminuir la dependencia del país de este tipo de recursos no renovables. El siguiente de los fondos en crearse, el Revenue Equalization Reserve Fund, se creó también con un fin similar con respecto a los ingresos obtenidos de las minas de extracción de fosfatos. Otro de los fondos de nueva creación en los años cincuenta fue el US New Mexico State Investment Council, esta vez creado con capital que no procedía de la explotación o comercialización de materias primas. Finalmente, otro acontecimiento destacado es la institución del fondo soberano de Noruega (Government Pension Fund) en 1990 mediante la capitalización de los recursos procedentes del petróleo y gas.

Período temporal	Fondo Soberano
1950-1960	Kuwait Investment Authority (Kuwait) Revenue Equalization Reserve Fund (Kiribati) New Mexico State Investment Control (Estados Unidos)
1960-1980	Temasek Holdings (Singapur) Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (Estados Unidos) Abu Dhabi Investment Authority (Emiratos Árabes Unidos) Alaska Permanent Fund (Estados Unidos) Alberta's Heritage Fund (Canadá)

1980-1990	State General Reserve Fund (Oman) Government of Singapore Investment Corporation (Singapur) Brunei Investment Agency (Brunéi)
1990-2000	Government Pension Fund (Noruega) Khazanah Nasional (Malasia) Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio (China) SAFE Investment Company (China) Kazakhstan National Fund (Kazajistán)
2000-2008	Strategic Investment Fund (Irlanda) New Zealand Superannuation Fund (Nueva Zelanda) Mubadala Investment Company (Emiratos Árabes Unidos) Libyan Investment Authority (Libia) Future Fund (Australia) Investment Corporation of Dubai (Emiratos Árabes Unidos) State Oil Fund (Azerbaiyán) Mumtalakat Holding (Baréin) Oman Investment Fund (Omán) Qatar Investment Authority (Catar) Korea Investment Corporation (Corea) Timor Este Petroleum (Timor Oriental) RAK Investment Authority (Emiratos Árabes Unidos) Social and Economic Stabilization (Chile) Sate Capital Investment Corporation (Vietnam) China Investment Corporation (China) Emirates Investment Authority (Emiratos Árabes Unidos) Abu Dhabi Investment Council (Emiratos Árabes Unidos)
2008-2011	National Wealth Fund (Rusia) Public Investment Fund (Arabia Saudí) Sovereign Fund of Brazil (Brasil)
2011-2014	National Development Fund of Iran (Irán) Colombia Savings and Stabilization Fund (Columbia) Ghana Petroleum Funds (Gana) Fundo Soberano de Anola (Angola) Nigerian Sovereign Investment Authority (Nigeria) Fondo de Ahorro de Panamá (Panamá) FONSIS (Senegal) Fondo Mexicano del Petróleo (México)
2014-2016	Fondo Mexicano del Petróleo (México)
2016-2019	Turkey Wealth Fund (Turquía)

Tabla 1. Cronología de la creación de los principales fondos soberanos. Fuente: Buteica y Huidumac (2017).

3.4.-Situación actual

En la última década, el valor de los fondos soberanos ha incrementado vertiginosamente, incrementándose en más de tres billones de dólares estadounidenses y alcanzando, en la actualidad, una cifra cercana a los ocho billones de dólares según el SWFI. De acuerdo con las estimaciones más recientes realizadas por esta misma institución, este escenario está formado por un total de más de ochenta fondos soberanos. No obstante, el peso de cada uno de estos fondos no es el mismo, ya que, de hecho, tan solo los diez mayores fondos concentran más del 70% del valor total¹. Estos diez fondos son, ordenados de mayor a menor valor, los siguientes²:

- Norway Government Pension Fund Global, suponiendo un 13,5% del total.
- China Investment Corporation, suponiendo aproximadamente un 12% del total.
- Abu Dhabi Investment Authority, suponiendo alrededor del 9% del total.
- Kuwait Investment Authority, suponiendo un 7.5% del total.
- Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio, suponiendo un 6,4 % del total.
- GIC Private Limited,, suponiendo un 5.5% del total.
- National Council for Social Security Fund, suponiendo un 5.5% del total.
- SAFE Investment Company, suponiendo aproximadamente un 5% del total.
- Temasek Holdings, suponiendo un 4.75% del total.
- Public Investment Fund, suponiendo alrededor de un 4% del total.

3.5.-Tipología

Respecto a los diferentes tipos de fondos soberanos que pueden encontrarse, no existe una única clasificación. Por cuestiones prácticas se atenderá al criterio seguido por Al-Hassan et al. (2013), que distingue entre cinco categorías distintas de fondos soberanos, a saber, fondos de estabilización, fondos de ahorro, fondos de desarrollo, fondos de reserva de pensiones y fondos de inversión de reservas. Según estos autores, cada uno de estos subtipos presenta las siguientes particularidades:

- **Fondos de estabilización:** son aquellos que se crean con la finalidad de aislar el presupuesto y la economía de un país de la volatilidad de los precios de las materias primas y de los shocks externos. Sus horizontes de inversión y objetivos relacionados con la liquidez presentan semejanzas con las instituciones gestoras de las reservas de los

¹ Estimación del autor a partir de los datos proporcionados por el Sovereign Wealth Fund Institute, 2019.

² Idem.

bancos centrales en lo referente a su papel en las políticas fiscales anticíclicas. Estos fondos tienden a realizar grandes inversiones en carteras de activos muy líquidos, invirtiendo principalmente en renta fija. Un ejemplo de fondo de estabilización es el State Oil Fund (Azerbaiyán).

- **Fondos de ahorro:** persiguen la preservación de riqueza para las futuras generaciones a través de la transformación de activos no renovables en activos financieros diversificados. La filosofía de inversión de este tipo de fondos prioriza la inversión en activos con alta rentabilidad-riesgo, de manera que localizan gran parte de la inversión en acciones y otro tipo de inversiones similares. Con el objetivo de poder diferenciar con más facilidad este tipo de fondos de la categoría que se ha presentado con anterioridad, la tabla que se muestra a continuación muestra las diferencias entre ambos atendiendo a aspectos como el horizonte temporal de la inversión, la composición de la cartera y la exposición al riesgo, entre otros.

	Stabilization funds	Saving funds
Investment horizon	Short term	Long term
Asset composition	Limited to highly liquid assets	Broader asset classes
Currency composition	Negatively correlated with commodity prices	Matching net import of the country
Performance benchmarks	Minimizing expenditure volatility and maintaining adequate liquidity	Achieving real expected returns for long-term periods to maintain the long-term purchasing of the wealth
Risk tolerance	Low risk-return profile	Active investment management with higher risk-return profile
Asset and liability management	Ensuring the sustainability of future fiscal expenditure	Maximizing net value of the fund taken into account the correlation between asset prices and liabilities

Tabla 2. Comparación entre los fondos de estabilización y los fondos de ahorro.

Fuente: FMI.

- **Fondos de desarrollo:** se establecen con el fin de asignar recursos a proyectos prioritarios de tipo socioeconómico, generalmente infraestructuras. Como su nombre indica, el National Development Fund iraní es un fondo soberano que encaja dentro de esta tipología.
- **Fondos de reserva de pensiones:** se crean con el objetivo de atender a los pagos en el futuro. Invierten principalmente en acciones y otro tipo de activos a fin de compensar el incremento del precio de las pensiones, como por ejemplo el Future Fund australiano.

- **Fondos de inversión de reservas:** tratan de reducir los costes asociados al mantenimiento de reservas o incrementar los ingresos con la ampliación de estas mientras los activos siguen computando como reservas. Para lograr este objetivo, suelen realizarse fuertes inversiones en acciones. China, Corea del Sur o Singapur son gobiernos que han creado fondos soberanos pertenecientes a esta categoría.

3.6.-Riesgos y problemática

Antes de concluir esta sección introductoria, no deben dejarse de lado los riesgos inherentes a los fondos soberanos, así como la polémica que el funcionamiento y utilización de estos instrumentos suscita.

Autores como Blundell-Wignall, Hu y Yermo (2008) indican que los fondos soberanos pueden considerarse como motivo de preocupación en cuanto a la estabilidad financiera de una economía o un conjunto de ellas. Concretamente, sostienen que estos fondos pueden crear inestabilidad financiera mediante una excesiva creación de liquidez

Por otro lado, la falta de información transparente y suficientemente actualizada acerca del tamaño real de los fondos, objetivos, estrategias y localización y tipología de sus inversiones³ es otro de los grandes problemas que presentan estos instrumentos de inversión. A este respecto, Blundell-Wignall, Hu y Yermo (2008) defienden que, al contrario de lo que podría pensarse en un primer momento, proporcionar transparencia por parte de los fondos soberanos no tiene por qué ser una medida contraria a sus propios intereses si la información relevante se publica una vez transcurrido un intervalo de tiempo prudente.

Por otro lado, existen herramientas concretas, como el Linaburg-Maduell Transparency Index (LMTI), que permiten una medición aproximada del grado de transparencia de los fondos soberanos. Atendiendo a la descripción que el SWFI facilita, el LMTI es un índice basado en diez principios básicos. Partiendo de una puntuación de cero, el cumplimiento de cada uno de estos principios implica la adición de un punto de manera que diez puntos equivaldrían a un grado máximo de transparencia. Entre estos principios se encuentran que el fondo manifieste de manera clara su estrategia y objetivos perseguidos, y que publique el valor de mercado total de su cartera de inversión.

³ Durante la búsqueda de datos e información concreta para la realización de este trabajo, ha podido comprobarse esta falta de transparencia de primera mano. Entre las excepciones se encuentra Norway's Government Pension Fund, cuya página web ofrece información muy detallada y completa sobre la composición de la cartera del fondo, estrategias seguidas y otros aspectos relevantes.

En último lugar, otra de las principales controversias relacionadas con los fondos soberanos gira en torno a la cuestionable ética detrás de ciertas estrategias de inversión, que da lugar a que algunos fondos se desvíen de su cometido inicial y se conviertan en armas político-económicas destinadas a favorecer intereses individuales, empresas o negocios concretos. Dada la extensión y complejidad de este tema y con el fin de no desviarse de los propósitos del presente trabajo, únicamente se concluirá que actualmente existen fondos soberanos dedicados a la labor de consolidarse como instituciones que llevan a cabo prácticas éticas a través de iniciativas como la sujeción a los denominados Principios de Santiago, la pertenencia a instituciones como el Foro Internacional de Fondos Soberanos o la relocalización de inversión en el sector de las energías renovables.

4.-FONDOS SOBERANOS OBJETO DE ESTUDIO

Dado que la parte analítica de este trabajo se centrará en una selección concreta de fondos soberanos, en esta sección se trata de definir previamente el perfil de cada uno de ellos atendiendo a aspectos como su localización, origen de los fondos y estrategia. Como cuestión previa que debe aclararse, la extensión de la descripción de cada fondo no es la misma en cada caso ya que, como se ha comentado en la sección anterior, no todos los fondos publican suficiente información o ésta no se encuentra actualizada.

Estos fondos que se describirán provienen de un procedimiento de selección previo que se describirá en la sección dedicada a la metodología. Por lo que respecta a este apartado, es suficiente señalar que los fondos a estudiar son los quince principales fondos soberanos internacionales por volumen de fondos gestionados, los cuales aparecen en la siguiente tabla.

Norway Government Investment Fund	Temasek Holdings
China Investment Corporation	Public Investment Fund
Abu Dhabi Investment Corporation	Qatar Investment Authority
Kuwait Investment Authority	Investment Corporation of Dubai
Hong Kong Monetary Authority Investment	Mubadala Investment Company
GIC Private Limited	Korea Investment Corporation
National Council for Social Security Fund	Future Fund
SAFE Investment Company	

Tabla 3. Fondos soberanos objetos de estudio. Fuente: Elaboración propia.

4.1.-Government Pension Fund⁴

Es el fondo soberano de Noruega y actualmente el mayor del mundo, con activos valorados en más de un billón de dólares en base a la información proporcionada por el Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI, 2019). Tal y como manifiesta Jens Stoltenberg⁵ a través de la página oficial del Norges Bank, el fondo soberano noruego persigue un doble propósito. El primero de ellos consiste en la preservación a largo plazo de la riqueza acumulada de la exportación de gas y petróleo de manera que, al conservarla en un fondo debidamente gestionado, pueda asegurarse que esta vaya

⁴ La información expuesta en esta sección se ha extraído de la página web oficial del fondo <https://www.nbim.no/>

⁵ Ex primer ministro y ex ministro de finanzas de Suecia.

a beneficiar a generaciones actuales y futuras. Por otro lado, el segundo propósito persigue la estabilización de la economía noruega, de manera que el fondo sirva como herramienta para lograr evitar potenciales recalentamientos de esta (que pueden acabar conduciendo a la indeseada inflación), así como estimular el crecimiento económico en momentos de recesión.

Los orígenes del fondo se remontan a los años 60, período en el que Noruega declara su soberanía sobre una de las plataformas continentales del Mar del Norte y se conceden las primeras licencias para iniciar proyectos de búsqueda y extracción de gas y petróleo en alta mar. En 1969 tiene lugar el primero de los numerosos hallazgos que en la actualidad siguen teniendo lugar. Durante los primeros veinte años de extracción exitosa, los beneficios obtenidos de esta actividad se destinaron fundamentalmente a ser reinvertidos en la industria petrolera y en el desarrollo del país. No obstante, a finales de este período se hizo patente la necesidad de la creación de un fondo a través del que se gestionara este capital cada vez más abundante. En 1990 se aprueba la ley que da luz verde a la creación de dicho instrumento (Government Pension Fund Act) y, seis años después, se realizó la primera transferencia de capital a este fondo. Desde comienzos de 1998 hasta la actualidad, se calcula que el fondo ha generado un rendimiento anual bruto del 5,8%, lo cual se traduce en un 3,9% neto una vez descontada la inflación y los costes de gestión.

Dada la complejidad e importancia del fondo soberano noruego, en su gestión y funcionamiento participan diversas instituciones: el parlamento, el ministerio de finanzas, el Norges Bank y el Norges Bank Investment Management. El papel del parlamento consiste en proporcionar el marco normativo sobre cuyos principios se asienta el fondo a través de la aprobación del Government Pension Fund Act. Respecto al ministerio de finanzas, es la institución que asume responsabilidad general sobre el fondo y quien además se encarga de marcar las directrices necesarias para su adecuada gestión. Por último, el Norges Bank (banco central de Noruega) es la institución que oficialmente gestiona el fondo, si bien su gestión operativa efectiva ha sido delegada al Norges Bank Investment Management.

Según el informe trimestral del primer trimestre de 2019 presentado por el Norges Bank, en cifras el fondo invierte en un total de 9158 empresas situadas en 73 países de todo el mundo y en tres tipos de activos: acciones, bonos e inmuebles. Con respecto a las acciones, la mayoría de las empresas que reciben inversión se encuentran en Norteamérica, Europa y Asia y cumplen con el requisito de cotizar en mercados regulados o haber expresado la intención de hacerlo en un futuro cercano. Cada una de estas inversiones no debe superar el 10% del total del accionariado de la compañía. En relación con los bonos, se invierte tanto en bonos públicos como en aquellos emitidos por empresas privadas. Respecto a los primeros, se selecciona en qué países invertir basándose en criterios como el PIB o la solidez de las finanzas públicas de este. La mayoría de los bonos públicos en los que se invierte proceden de países desarrollados y se denominan en

monedas como el euro, la libra o el yen. Sobre los bonos privados, estos incluyen tanto los emitidos por empresas convencionales como cédulas hipotecarias y deuda emitida por instituciones financieras. Por último, el fondo cuenta con una cartera de inversión en propiedades situadas en ciudades estratégicas de Europa, Estados Unidos y Asia. Son además ciudades que se caracterizan por moverse en mercados inmobiliarios transparentes con potencial crecimiento. La inversión en cada tipo de activo no es, sin embargo, equitativa. Actualmente el mayor peso de la cartera lo representa la inversión en acciones de empresas cotizadas (69%), seguida por los bonos públicos y privados (28%) y quedando en último lugar la inversión en inmuebles (3%).

Para finalizar, se presenta un gráfico en el que se muestra la evolución de la composición de la cartera del fondo previamente descrita, así como el crecimiento global de la misma en los últimos veinte años.

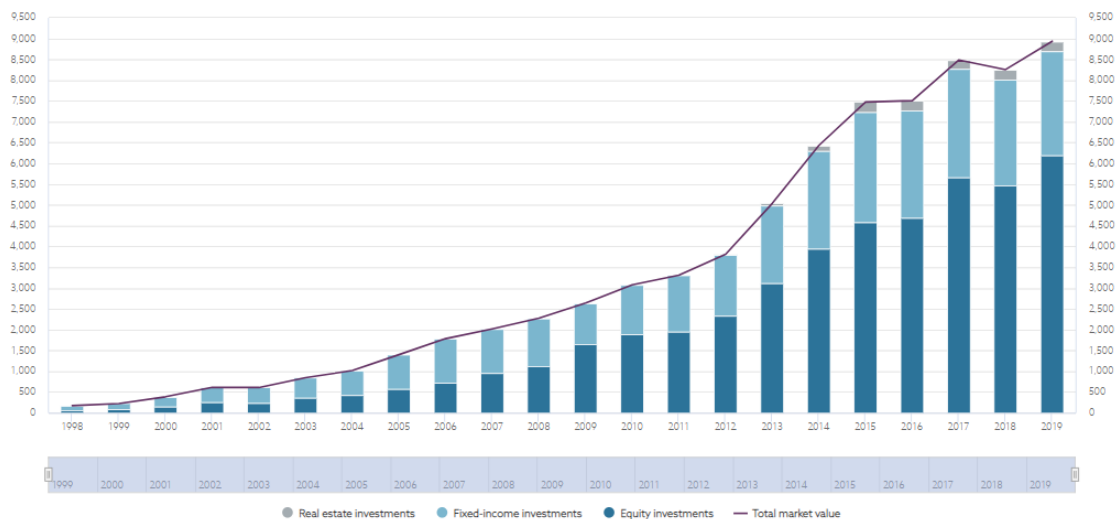


Gráfico 1. Evolución del valor de mercado del fondo soberano noruego a marzo 2019 (en miles de millones de coronas suecas) Fuente: Norges Bank.

4.2.-China Investment Corporation⁶

Es uno de los principales fondos soberanos de China y el segundo más grande a nivel internacional, contando con una cartera valorada en 941 mil millones de dólares según el SWFI (2019). El capital que este fondo gestiona proviene directamente de parte de las reservas internacionales de las que el gobierno chino es titular. Por ello, este fondo soberano tiene como

⁶ La información expuesta en esta sección se ha extraído de la página web oficial del fondo <http://www.china-inv.cn/en/>

cometido invertir estas reservas de manera diversificada a fin de obtener la mayor rentabilidad posible que permita la creación de riqueza y el desarrollo económico del país a largo plazo.

Teniendo en cuenta la posición global en la que se encuentra actualmente en cuanto a valor de activos gestionados, resulta sorprendente que sea un fondo de creación relativamente reciente. Este fondo público fue creado en 2007, con una cartera valorada en 200 mil millones de dólares, para, tal y como se ha comentado al inicio, obtener rentabilidad de las reservas internacionales a través de su inversión. A lo largo de los años ha continuado llevando a cabo esta actividad, aunque ha sufrido diversos cambios organizativos en aras de una asignación más eficiente de funciones. Como ejemplo de esto último, se crearon CIC Capital y Central Huijin, como herramientas para asumir la labor de realizar inversiones directas en el extranjero y para decidir sobre la inversión doméstica, respectivamente.

Para concluir, la cartera de inversión de este fondo abarca diferentes tipos de activos, incluyendo: acciones de empresas cotizadas, bonos, dinero en efectivo y otro tipo de activos financieros.

4.3.-Abu Dhabi Investment Authority⁷

Se trata del tercer fondo soberano en cuanto al valor de cartera de inversión más alto en el mundo, 696 mil millones de dólares según el SWFI (2019), y el mayor de los Emiratos Árabes Unidos. Cumple con la función de gestionar e invertir el capital procedente de los excedentes de las reservas de petróleo con las que cuenta el gobierno, a fin de proporcionar sustento económico a largo plazo diversificando la inversión de estos fondos en más de veinte tipos de activos diferentes.

Es uno de los fondos soberanos de mayor antigüedad, creado por el gobierno de Abu Dhabi en 1976 como un vehículo de inversión independiente.

Dada la falta de transparencia y escasez de la información proporcionada directamente por esta institución, los datos globales acerca de cómo se encuentra diversificada la inversión en términos de en qué activos, regiones y sectores se invierte, son imprecisos y poco claros y no van referidos a cifras concretas. No obstante, con carácter meramente orientativo, puede acudirse a la información proporcionada por esta institución en su Informe Anual de 2008. Según esta publicación, la cartera del fondo se compone fundamentalmente de acciones, bonos públicos,

⁷ La información expuesta en esta sección se ha extraído de la página web oficial del fondo <https://www.adia.ae>

créditos, infraestructuras y dinero en efectivo; suponiendo la inversión en acciones en torno a un 32%-42% del peso global de la cartera.

4.4.-Kuwait Investment Authority⁸

Se trata del fondo soberano de mayor antigüedad, cuya cartera se encuentra valorada actualmente en 592 mil millones de dólares según el SWFI (2019). Se constituyó originalmente y aún permanece como un instrumento gubernamental con autonomía propia y capacidad para gestionar activos del país, específicamente, el gobierno de Kuwait confía a este fondo la gestión de las reservas internacionales con el fin de obtener ingresos que permitan proteger a las generaciones futuras de potenciales situaciones de incertidumbre económica. Del mismo modo, este fondo cumple con la misión de funcionar como una alternativa a las ganancias obtenidas de la comercialización del petróleo y de actuar como mecanismo de estabilización de los mercados.

En cuanto al origen de este fondo soberano, Kuwait Investment Authority se define como el más antiguo del mundo. Realmente, este instrumento, tal y como lo conocemos hoy, fue constituido oficialmente en 1982 como sucesor de otro fondo de la misma naturaleza, el Kuwait Investment Board, constituido en 1953.

Por último, debe tenerse en cuenta que este fondo se divide en dos: General Reserve Fund (GRF) y Future Generations Fund (FGF). El primero de ellos invierte las ganancias procedentes del petróleo en la propia economía de Kuwait y en otros países de Oriente Medio y África del Norte. El segundo fondo diversifica su inversión entre una amplia variedad de activos entre los que se encuentran activos tradicionales como bonos y acciones, y otros como inmuebles e infraestructuras.

4.5.-Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio⁹

Se trata de uno de los fondos gestionados por Hong Kong Investment Authority (HKMA), autoridad pública creada en 1993 que desempeña las funciones propias de un banco central, tales como el mantenimiento de la estabilidad monetaria y bancaria del país. Esta institución gestiona otros fondos de naturaleza diversa a este fondo soberano, si bien en la práctica resulta complicado

⁸ La información expuesta en esta sección se ha extraído de la página web oficial del fondo <http://www.kia.gov.kw>

⁹ La información expuesta en esta sección se ha extraído de la página web oficial del fondo <https://www.hkma.gov.hk>

encontrar información separada sobre cada uno de ellos, hecho que además se acompaña de un problema de escasos detalles sobre este fondo en general.

Cabe añadir que actualmente es un fondo cuyo valor se encuentra en torno a los 509 mil millones de dólares en base a los datos proporcionados por el SWFI (2019) y que invierte en bonos y acciones de empresas del mercado doméstico y exterior, así como en moneda extranjera.

4.6.-GIC Private Limited¹⁰

Es el principal fondo soberano de Singapur y, junto con Temasek Holdings y la Autoridad Monetaria de Singapur (MAS), una de las tres entidades autorizadas para colaborar en la gestión de las reservas internacionales del país. Actualmente ocupa la sexta posición en el ranking de mayores fondos soberanos del mundo al disponer de una cartera total de activos valorada en 440 mil millones de dólares según el SWFI (2019). A grandes rasgos, GIC Private Limited asume el cometido de invertir activos e ingresos públicos a largo plazo con el objetivo de preservar y potenciar el poder adquisitivo del fondo en un horizonte temporal de veinte años, obteniendo un rendimiento que supere el índice de inflación global en ese período.

Sobre la naturaleza del fondo, éste fue el primero de tipo *non-commodity* en crearse, es decir, el primer fondo soberano que se constituyó cuyos orígenes no provenían de excedentes de la explotación de recursos naturales como petróleo, gas, minerales etc. Su creación se remonta al año 1981, diez años después de la constitución del MAS como banco central de Singapur, creándose este último como un mecanismo de reacción que pudiera asumir la gestión de las reservas internacionales del país frente a la inestable situación de la economía global a causa de la subida generalizada de los precios del petróleo, la volatilidad de divisas dependientes del dólar americano y la inflación. Así pues, el fondo se creó en un momento en el que el gobierno detectó un “superávit saludable” en las reservas internacionales y se consideró que lo más conveniente era delegar su gestión a una institución pública inversora que pudiera obtener una rentabilidad mayor mediante la inversión estratégica de este capital.

Hoy en día, GIC Private Limited sostiene disponer de una cartera diversificada, al invertirse en diferentes regiones y mercados, lo cual la convierte en una cartera más resistente a la volatilidad del mercado. Invierte en seis tipos de activos diferentes: acciones de empresas en mercados desarrollados, acciones de empresas en mercados emergentes, bonos nominales, bonos ligados a la inflación y efectivo. De estos, la mayor parte de la inversión (39%) se destina a bonos nominales y efectivo, seguido las acciones de compañías en mercados desarrollados, a las que se destina un

¹⁰ La información expuesta en esta sección se ha extraído de la página web oficial del fondo <https://www.gic.com>

19% del total de la cartera, en base a los datos reflejados en el último informe GIC de 2018-2019. (En base a la información obtenida de Report on the Management of the Government's Portfolio, 2018-2019)

4.7.-National Council for Social Security Fund ¹¹

Se trata de uno de los fondos soberanos chinos cuyo valor ronda los 437 mil millones de dólares según el SWFI (2019). Antes de proceder a su descripción, debe mencionarse que la información pública acerca de este fondo es muy escasa y no ha sido actualizada en los últimos años, por lo que es probable que la información aquí expuesta no se ajuste totalmente a la realidad.

Dicho esto, el fondo fue creado en 2010 y, aunque se encuentre oficialmente clasificado como un fondo soberano, sus características coinciden más bien con las de un fondo de pensiones. Esto último, acompañado del hecho de que no invierta en Europa y de que exista poca información sobre su funcionamiento, lo convierten en un fondo poco interesante a efectos de nuestro análisis. Solamente se matizará que es un fondo que realiza tanto inversión nacional como extranjera, concentrándose la primera en activos como depósitos bancarios, bonos, fondos de inversión, productos de titulación de activos etc., y destinándose la segunda a activos similares junto con acciones e instrumentos financieros derivados como *swaps* y *forwards*.

4.8.-SAFE Investment Company¹²

Es otro de los fondos soberanos chinos, con un valor actual de aproximadamente 417 mil millones de dólares según el SWFI (2019), creado en 1997 y cuya actividad se encuentra totalmente sujeta al control de la institución estatal encargada de la gestión de divisas (State Administration of Foreign Exchange, SAFE)

Análogamente al fondo soberano anteriormente descrito, extraer información actualizada sobre este fondo resulta una tarea compleja, especialmente cuando se trata de examinar la composición de su cartera. A grandes rasgos puede decirse que invierte principalmente en mercados extranjeros, con la finalidad de diversificar su riqueza y reducir la exposición de China a las fluctuaciones en el valor del dólar estadounidense (Investopedia, 2019)

¹¹ La información expuesta en esta sección se ha extraído de la página web oficial del fondo <http://www.ssf.gov.cn>

4.9.-Temasek Holdings¹³

Es, junto con Government of Singapore Investment Corporation, uno de los dos fondos soberanos de inversión del gobierno de Singapur. Aun siendo de menor tamaño que este último, ocupa el noveno lugar en la lista de los diez mayores fondos soberanos del mundo, con un volumen total de activos estimado en más de 375 mil millones de dólares en base a la información presentada por el SWFI. Este fondo se autodefine como institución inversora activa comprometida con la creación y preservación de riqueza para generaciones futuras. Para esto, defienden la orientación de sus inversiones siguiendo una visión a largo plazo y siguiendo los principios de sostenibilidad y buen gobierno.

Para definir la naturaleza de este fondo, expone Chen (2016) en *“Solving the puzzle of corporate governance of state-owned enterprises: The path of the Temasek model in Singapore and lessons for China”*, que este fondo fue creado en 1974 y que actualmente, junto con el GIC, está considerado oficialmente como una empresa pública. Sostiene que la diferencia entre ambos fondos radica en la titularidad de la cartera de inversores ya que, mientras que el GIC es un mero gestor de activos que actúa en nombre del gobierno de Singapur, Temasek Holdings es titular de su cartera de inversión desde sus mismos inicios y de algunos activos cedidos por el gobierno; en palabras del propio autor, es el “brazo inversor del gobierno de Singapur”. En este mismo artículo, se mantiene que, además, esta diferencia pueda tener su origen en la naturaleza de los activos que componen la cartera, dado que el GIC se responsabiliza de la gestión de reservas exteriores mientras que Temasek lo hace respecto a los excedentes derivados de la actividad comercial del gobierno y que la filosofía detrás de esta distinción es la de no implicar al gobierno en la gestión de negocios del país y delegar esta función a una institución con personalidad propia sin que por ello deje de tener carácter público.

A grandes rasgos, Temasek Holdings invierte principalmente en acciones, si bien no existen restricciones relacionadas con el tipo de activo financiero en el que invertir, ni tampoco con la localización de la inversión o el tipo de entidad. Así pues, se invierte tanto en empresas cotizadas como no cotizadas. Otro tipo de activos a los que el fondo recurre son derivados como opciones o *warrants*, en ocasiones como vía para cubrirse de pérdidas potenciales de las inversiones subyacentes que el fondo posee.

Finalmente, Temasek Holdings es un fondo que concentra gran parte de su inversión en el mercado asiático, concretamente un 66% de la inversión total, del cual más de un tercio se invierte

¹³ La información expuesta en esta sección se ha extraído de la página web oficial del fondo <https://www.temasek.com.sg>

en el propio país, principalmente en SingTel, empresa del sector de las comunicaciones de Singapur y uno de los principales operadores en el mundo. (Investors Factsheet, 2019)

4.10.-Public Investment Fund¹⁴

Se trata de uno de los fondos soberanos gestionados por el gobierno de Arabia Saudí, valorado actualmente en aproximadamente 320 mil millones de dólares según el SWFI. Entre sus principales cometidos figuran invertir activamente a largo plazo a fin de obtener y maximizar rendimientos disponibles y favorecer el crecimiento y la diversificación de la economía de Arabia Saudí.

La creación de este vehículo de inversión data de 1971 y se autodefine como uno de los contribuidores al desarrollo económico doméstico y la creación de grandes empresas nacionales en los últimos 46 años desde su creación.

Como cabe deducir de lo expuesto anteriormente, este fondo soberano dedica también parte de sus fondos a la inversión y financiación de proyectos propios del país, al margen de la inversión realizada en mercados extranjeros. Dicho esto, la estrategia de inversión del fondo opera a través de la constitución de seis carteras atendiendo a fines diferentes: Saudi Holding, Saudi Sector Development, Saudi Real Estate & Infrastructure Development, Saudi Giga-Projects, International Strategic Investments e International Diversified Pool. Sobre la tipología de activos en los que se invierte, se incluyen diferentes clases entre las que se encuentran acciones de empresas tanto de empresas cotizadas como no cotizadas.

4.11.-Qatar Investment Authority¹⁵

Es el fondo soberano de Qatar que ocupa la decimoprimer posición en la lista de los principales fondos soberanos del mundo, con una cartera valorada en 317 mil millones de dólares de acuerdo con los datos proporcionados por el SWFI. Éste es un fondo cuyo capital se basa en los excedentes de la comercialización de *commodities*, principalmente gas y petróleo.

A semejanza del resto de los fondos soberanos, Qatar Investment Authority es un instrumento de inversión que persigue la creación de riqueza a largo plazo a fin de crear riqueza para satisfacer

¹⁴ La información expuesta en esta sección se ha extraído de la página web oficial del fondo <https://vision2030.gov.sa/en/programs/PIF>

¹⁵ La información expuesta en esta sección se ha extraído de la página web oficial del fondo <https://www.qia.qa/>

las necesidades del país no solo de cara a las presentes generaciones sino también teniendo en cuenta a las futuras. Asimismo, definen como una de sus principales misiones la de proporcionar el apoyo necesario para que la economía de Qatar se desarrolle a través de la facilitación de la diversificación económica y el desarrollo local. Para lograr este último cometido, este fondo soberano canaliza su inversión tanto hacia empresas extranjeras como hacia compañías e instituciones domésticas.

El origen de este fondo se remonta al año 2000, período en el que se crea el Consejo Supremo de Qatar, una institución pública cuya función consistía en la inversión de las reservas generadas por las ganancias obtenidas de la comercialización de gas y petróleo. En este momento, según explica Abdullah bin Mohammed bin Saud Al Thani (2017), actual presidente ejecutivo de Qatar Investment Authority, se tuvo constancia de que dichas ganancias excedían de las necesidades inmediatas del país, haciéndose patente la oportunidad de poder invertir este exceso de riqueza. Cinco años después, en 2005, el fondo se crea formalmente y se le asigna, por parte del gobierno de Qatar, la gestión de las mencionadas reservas y otro tipo de activos de titularidad pública a fin de invertirlos siguiendo las políticas, planes y programas definidos por el Consejo Supremo. En 2006 se realiza la primera inversión y comienza la andadura del fondo hasta la actualidad, habiendo sufrido ciertos cambios estructurales, destinados a una mayor especialización y delegación de funciones, y habiéndose ampliado la diversificación sectorial en los últimos años.

Por último, a pesar de que anteriormente se haya resaltado que el fondo soberano de Qatar invierte en su propia economía, la mayor parte de la inversión se concentra en el extranjero. La cartera de este fondo se compone de una variedad de activos entre los que se encuentran: acciones de empresas cotizadas y no cotizadas, bonos, materias primas, metales preciosos, inmuebles y divisa extranjera.

4.12.-Investment Corporation of Dubai¹⁶

Es el principal brazo inversor del gobierno de Dubai y dispone de una cartera actualmente valorada en 230 mil millones de dólares según el SWFI (2019). Siguiendo la línea de los fondos soberanos convencionales, su principal cometido es la creación y preservación de riqueza para las generaciones futuras de la sociedad de Dubai. Fue creado en 2006 y actualmente invierte tanto en su propia economía como a nivel internacional, en 54 países diferentes alrededor del mundo.

¹⁶ La información expuesta en esta sección se ha extraído de la página web oficial del fondo <https://www.icd.gov.ae/>

4.13.-Mubadala Investment Company¹⁷

Se trata de un fondo originario de los Emiratos Árabes Unidos radicado en Abu Dabi, que invierte en empresas e instituciones de más de 50 países con el objetivo de acelerar el crecimiento económico de la nación y preservar riqueza para generaciones futuras a través de una estrategia de inversión globalizada. Su valor actual es de 226 mil millones de dólares en base a los datos publicados por el SWFI (2019).

Este instrumento de inversión es de creación relativamente reciente ya que se instituyó formalmente en 2017, siguiendo la línea de otros fondos anteriormente constituidos para gestionar la riqueza proveniente de las reservas de petróleo.

Por lo que respecta a la clase de activos en los que este fondo invierte, no se limita a un único tipo, sino que opta por la diversificación entre acciones de empresas cotizadas y no cotizadas, inmuebles e infraestructuras, entre otros. De la misma forma, mantiene la estrategia de diversificación a la hora de seleccionar el sector objetivo de la inversión de manera que se invierte en una amplia variedad de mercados como el de las energías renovables, la industria aeroespacial, salud, petróleo, petroquímicos etc.

4.14.-Korea Investment Corporation (KIC)¹⁸

Es el fondo soberano de Corea del Sur y su cartera se encuentra actualmente valorada en más de 134 mil millones de dólares según el SWFI (2019). Concretamente, se trata de un vehículo de inversión que gestiona fondos cedidos por el gobierno y banco central coreano, así como otros fondos públicos con el fin de mejorar la situación financiera del país. Para ello, este fondo asume una triple función: obtener una alta rentabilidad de los fondos a través de una gestión eficiente de los activos (y así poder generar y preservar riqueza que supere los índices medios de inflación) para generaciones futuras, facilitar la inversión de fondos públicos en activos extranjeros y contribuir al desarrollo del sector financiero doméstico.

La creación de este instrumento de inversión data de 2005, momento en el que fue dotado con fondos valorados en 102 mil millones de dólares americanos, cifra que, en la actualidad se ha visto incrementada alrededor de un 28%¹⁹

¹⁷ La información expuesta en esta sección se ha extraído de la página web oficial del fondo <https://www.mubadala.com/>

¹⁸ La información expuesta en esta sección se ha extraído de la página web oficial del fondo <http://www.kic.kr/en/>

¹⁹ Estimación del autor a partir de los datos proporcionados por Korea Investment Corporation.

Respecto a la composición de la cartera, la mayoría de esta (83.6%) se destina a la inversión en activos “tradicionales” y la restante se enfoca a la inversión en activos “alternativos”. Dentro de la primera categoría se incluyen: acciones, bonos nominales, bonos ligados a la inflación, *commodities* y efectivo. El segundo tipo de activos se refiere a inmuebles e infraestructura.

4.15.-Future Fund²⁰

Con una cartera valorada en más de 108 mil millones de dólares (según el SWFI, 2019), es el último en la lista de los quince mayores fondos soberanos del mundo. Es el fondo soberano de Australia, creado en 2006 con el propósito de fortalecer la situación financiera del gobierno australiano en el largo plazo. Tal y como expone el fondo expone en su informe anual 2017-2018, el fondo se nutre de una combinación de excedentes presupuestarios y ganancias relacionadas con la tenencia de acciones de Telstra (empresa de telecomunicaciones australiana).

Al igual que el resto de los fondos soberanos (y que cualquier instrumento de inversión en general), se persigue la búsqueda de la máxima rentabilidad asumiendo niveles de riesgo razonables. Concretamente, el informe anteriormente citado, apunta que el objetivo que se marcó para este fondo hasta mediados de 2017 fue la obtención de un rendimiento medio anual de entre un 4,5% y un 5,5% superior al IPC en Australia. No obstante, dado los cambios observados en la economía, se decidió ajustar estos márgenes, de manera que el objetivo se fijó en un 4% o 5% de diferencial sobre el IPC. En la imagen que se presenta a continuación se observa cómo ha evolucionado el rendimiento del fondo respecto al IPC en Australia con un 4% de diferencial agregado en los últimos diez años.

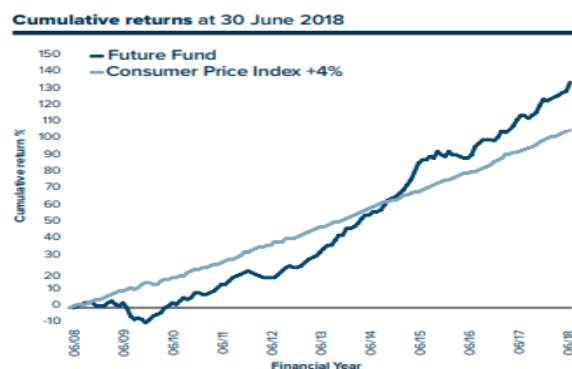


Gráfico 2. Evolución del rendimiento del fondo soberano australiano respecto al IPC. Fuente: Future Fund.

²⁰ La información expuesta en esta sección se ha extraído de la página web oficial del fondo <https://www.futurefund.gov.au/>

Por otro lado, atendiendo a la composición de su cartera reflejada en su informe anual 2017-2018, el Future Fund invierte un 7% del total de su cartera en su propia economía, concretamente en acciones de empresas australianas. El porcentaje restante se invierte en el extranjero y queda repartido de la siguiente forma: acciones de compañías en mercados desarrollados (18%), acciones de compañías en mercados emergentes (7%), otras acciones (14%), inmuebles (6%), infraestructuras (8%), títulos de deuda (9%), activos alternativos (15%) y efectivo (15%)

5.-METODOLOGÍA

5.1.-Metodología empleada en el análisis descriptivo

Esta parte del análisis consiste en la descripción de los quince principales fondos soberanos en base a la distribución geográfica internacional de la cartera de cada una de ellas, centrándose la atención en la inversión realizada en Europa (si la hubiera) en cuanto a países receptores de la inversión y sectores económicos de mayor captación de fondos.

De los más de ochenta fondos soberanos existentes hoy en día, se han tomado solo quince de ellos por considerarse una muestra suficientemente representativa de la totalidad de fondos puesto que estos quince fondos concentran más del 80% de la riqueza total acumulada por la totalidad de los fondos soberanos, en base a la información proporcionada por el SWFI y por el informe “*Sovereign Wealth Funds 2018*” presentado por ICEX-Invest in Spain e IE Business School. De igual manera, por cuestiones prácticas, resulta más sencillo y conciso un análisis que se enfoque en un número relativamente reducido de fondos.

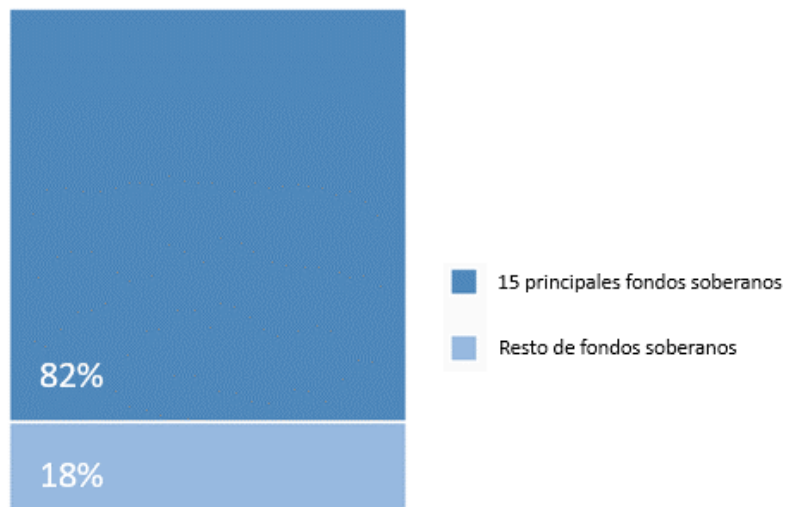


Figura 1. Proporción entre los quince principales fondos soberanos y los restantes. Fuente: elaboración propia.

5.1.1.-Extracción de datos

Partiendo de esta muestra, la información que se pretendía encontrar inicialmente respecto a cada uno de los fondos mencionados era aquella relativa a:

- Inversión global realizada en las diferentes áreas geográficas.

- Inversión realizada en España y en el resto de los países europeos.
- Sector de pertenencia de las empresas en las que se invierte.

Para la obtención de esta información se pensó inicialmente en utilizar la plataforma Orbis, aunque finalmente se optó por Thomson Financial. A pesar de que la información proporcionada por ambas bases de datos es similar, se eligió la última por presentar una estructura de datos más clara y completa con respecto a los objetivos del análisis. De la misma manera, la ventaja que presenta Thomson Financial es que muestra directamente toda la información referida anteriormente respecto a la inversión en acciones de empresas cotizadas sin necesidad de realizar un filtrado previo del tipo de activo en el que invierte el fondo. En relación con esto último, debe matizarse que se utiliza el término “cartera” para referirse exclusivamente a la cartera de inversión en empresas cotizadas perteneciente al fondo concreto.

La búsqueda de estos datos en Thomson Financial resultó exitosa y por tanto no se hizo necesario la utilización de una base de datos alternativa.

Una vez obtenida esta información, se estructuró en tablas y gráficos (principalmente diagramas de barras y de sectores), en función del tipo de datos y la dimensión de estos. En aquellos casos en los que se da el supuesto de que el fondo invierte en España, se resalta en color verde para que se distinga de la inversión en el resto de los países.

Por otro lado, es importante matizar que a lo largo de este análisis descriptivo se omiten tres de los quince fondos soberanos de la muestra por no invertir en empresas europeas. Estos tres fondos son los siguientes:

- Hong Kong Monetary Authority Investment
- National Council for Social Security Fund
- Investment Corporation of Dubai

En consecuencia, el análisis se centra en los siguientes doce fondos soberanos:

- Government Pension Fund
- China Investment Corporation
- Abu Dhabi Investment Corporation
- Kuwait Investment Authority
- GIC Private Limited
- SAFE Investment Company
- Temasek Holdings
- Public Investment Fund
- Qatar Investment Authority

- Mubadala Investment Company
- Korea Investment Corporation
- Future Fund

5.1.2.-Tratamiento de la información obtenida

Respecto al tratamiento de los datos, se ha procurado respetarlos en la mayor medida posible en su forma original. Los porcentajes que se indican en esta parte del trabajo han sido, o bien trasladados directamente de las tablas originales proporcionadas por la plataforma, o bien calculados a partir de estos datos. Cabe indicar, no obstante, que cierta información se ha omitido o se ha unificado. Específicamente, al presentar la información sobre la cartera europea se ha eliminado Turquía y Rusia, países que la base de datos incluía en la lista de países europeos en los que se invertía y que se consideró no incluirlos por no guardar demasiada similitud con respecto al resto de países europeos en los que se invertía (pertenecientes en su mayoría a la Unión Europea)

Por último, las dos últimas tablas que se exponen al final de este análisis descriptivo, referentes a las cantidades y número total de empresas que captan inversión, consisten en una recopilación de toda la información presentada en las secciones anteriores.

5.2.-Metodología empleada en el análisis estadístico

5.2.1.-Planteamiento del modelo

Antes de proceder a la descripción concreta de la metodología empleada para este segundo tipo de análisis, es necesario partir de la pregunta que quiere responderse, esto es, ¿en qué tipo de empresas cotizadas europeas invierten los quince principales fondos soberanos del mundo?

Para responder a esta cuestión, fue necesaria la creación de una base de datos inicial de la que extraer los datos necesarios para el análisis. Por el bien de la investigación, se decidió introducir una serie de criterios de búsqueda:

- Que se tratara de empresas cotizadas en mercados financieros organizados, de las que sería más sencillo obtener información financiera pública y actualizada.
- Que de aquellas se incluyeran las pertenecientes a los quince países europeos con mayor PIB en 2018 según Statista, que ordenados de mayor a menor son los siguientes:

Alemania, Reino Unido, Francia, Italia, España, Países Bajos, Suiza, Polonia, Suecia, Bélgica, Austria, Noruega, Irlanda, Dinamarca y Finlandia.

5.2.2.-Proceso de selección de variables:

Al introducir esta consulta en la base de datos Orbis, se obtuvo una muestra total de más de 9000 empresas. Sobre estas empresas, resultaba esencial poder obtener información económica-financiera para construir las variables necesarias para proceder al posterior análisis, así como el país y el sector económico de pertenencia. Con este fin, se seleccionaron inicialmente las siguientes variables, que se agruparon en tres categorías diferentes siguiendo el criterio de García y Moya (2009):

Ratios	Balance de situación ²¹	Cuenta de resultados
Rentabilidad financiera (ROE)	Activo total (AT)	Ingresos de explotación (ING)
Valor de la empresa/EBITDA (VEBITDA)	Fondos propios (FFPP)	Beneficio bruto (BBRUTO)
Capitalización bursátil/Cash flow operativo (CCF)	Capital (CAP)	Margen de beneficio (MGBEN)
Rentabilidad económica (ROA)	Pasivo total (PT)	
Ratio de solvencia (SOLV)		
Ratio de liquidez (LIQ)		
Apalancamiento (APAL)		
Q de Tobin (QTOBIN)		
Capitalización bursátil/Fondos propios (CFFPP)		
Precio/Beneficio (PBEN)		

Tabla 4. Clasificación de las variables iniciales. Fuente: elaboración propia.

Los ratios seleccionados quedan explicados de la siguiente manera:

- Rentabilidad financiera: relación entre el beneficio neto y los fondos propios (tomándose el beneficio neto antes de impuestos)
- Rentabilidad económica: relación entre el beneficio neto y el activo total (tomándose como base el beneficio neto antes de impuestos)
- Ratio de solvencia: relación entre el activo y el pasivo totales.
- Ratio de liquidez: relación entre el activo circulante y las deudas a corto plazo.
- Apalancamiento: relación entre el pasivo con entidades financieras y el activo total.

²¹ Para la introducción de las variables pertenecientes a esta categoría se tomaron sus logaritmos neperianos.

- Q de Tobin: relación entre la capitalización bursátil y el total de activos.

Una vez seleccionadas las variables, se procedió a eliminar de la muestra a todas aquellas empresas para las que la base de datos no aportaba información en relación con alguna de las variables, quedando la muestra reducida a 1448 empresas. Los datos sobre los que se realizó el posterior análisis se obtuvieron de manera separada respecto a 2017 y 2018, si bien finalmente se obtuvo el promedio de las cantidades para ambos años a fin de simplificar el modelo y que no se creara un número excesivo de variables.

Otra de las variables que se obtuvo fue el volumen de inversión de los quince fondos soberanos seleccionados en la muestra de las 1448 empresas, precisamente para poder configurar la variable dependiente. Esta información se extrajo de la plataforma Thomson Financial a través de un sistema de filtrado que permite acceder a la cartera europea de cada fondo soberano en términos de empresas que reciben inversión y su correspondiente volumen. A continuación, este conjunto de datos se combinó con los ya obtenidos a través de Orbis dando lugar a la base de datos final.

Esta base de datos sirvió para la aplicación de un modelo de regresión logística binaria a través del programa estadístico SPSS, cuya utilización pretendía dar respuesta a la pregunta inicial, ¿En qué tipo de empresas cotizadas europeas invierten los quince principales fondos soberanos del mundo? Se optó por la utilización de este tipo de regresión porque resulta adecuado en los supuestos en los que la variable dependiente es dicotómica y porque además permite la utilización combinada de variables tanto cuantitativas como cualitativas, lo cual respondía a una de las principales necesidades del modelo que se pretendía construir.

En cuanto a la codificación de la variable dependiente, la tarea que se debía llevar a cabo era la de responder a la pregunta: ¿Invierte alguno/s de los fondos soberanos en esa empresa? Si la respuesta era afirmativa la variable debía tomar valor 1 y en caso contrario valor 0.

Valor original	Valor interno
NO INVIERTE	0
SI INVIERTE	1

Tabla 5. Codificación de la variable dependiente. Fuente: SPSS.

Antes de proceder a una descripción más detallada del procedimiento concreto de aplicación del modelo, es necesario describir la fórmula en la que se basa el modelo de regresión logística binomial:

$$\ln[P(\text{INVERTIR})/P(\text{NO INVERTIR})]=\beta_0+\beta_1X_1+\beta_2X_2+\dots+\beta_nX_n$$

Donde:

ln = función logaritmo natural

P = probabilidad de que ocurra el suceso

β_0 = intersección

β_i = coeficiente de xi

xi = variable explicativa

Para la introducción de las variables cualitativas (el país de pertenencia y el sector económico) en el modelo, se hizo necesaria la creación de variables *dummies* o ficticias respecto a las *k* posibles respuestas de cada una de estas variables, si bien en el momento de la implementación de la regresión, solo se introdujeron *k-1*. Previamente, con el objetivo de simplificar el modelo, se realizó una agrupación previa de la variable país quedando configurada de la siguiente manera:

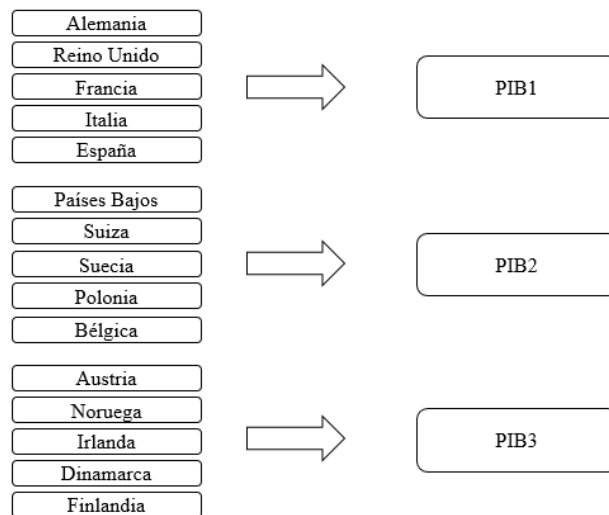


Figura 2. Transformación de la variable PAIS. Fuente: Elaboración propia.

Respecto a la variable sector, se configuró como se muestra a continuación:



Figura 3. Transformación de la variable SECTOR. Fuente:Elaboración propia.

Partiendo de esta información, las variables ficticias se especificaron asignándoseles los valores que aparecen en las siguientes tablas:

Variable ficticia	Valor
PIB1	1=PIB1
	0=OTRO
PIB2	1=PIB2
	0=OTRO
PIB3	1=PIB3
	0=OTRO
SECTOR1	1=SECTOR1
	0=OTRO
SECTOR2	1=SECTOR2
	0=OTRO
SECTOR3	1=SECTOR3
	0=OTRO
SECTOR4	1=SECTOR4
	0=OTRO
SECTOR5	1=SECTOR5
	0=OTRO
SECTOR6	1=SECTOR6
	0=OTRO
SECTOR7	1=SECTOR7
	0=OTRO
SECTOR8	1=SECTOR8
	0=OTRO

Tabla 6. Codificación de las variables dummy para las variables INVERSION, PIB y SECTOR. Fuente: elaboración propia.

Por lo que respecta a las 17 variables cuantitativas recogidas en la Tabla 4, el primer paso que se dio para su inclusión en el modelo fue determinar la relevancia de estas con respecto a la variable dependiente en términos de grado de correlación. Los resultados fueron los siguientes:

Variable	Correlación
LnAT	,584**
LnFFPP	,589**
LnCAP	,395**
LnPT	,565**
LnING	,576**
LnBBRUTO	,579**
ROE	,098**
MGBEN	,096**
VEBITDA	,098**
MCF	0,006
ROA	0,039
SOLV	-,097**
LIQ	-,095**
APAL	,128**
QTOBIN	,064*
CFPP	,114**
PBEN	-0,029

** . La correlación es significativa en el nivel 0,01 (bilateral).

* . La correlación es significativa en el nivel 0,05 (bilateral).

Tabla 7. Coeficientes de correlación de las variables independientes con la dependiente (Correlación de Pearson) Fuente:SPSS.

Una vez obtenidos estos resultados, se procedió a la eliminación de tres variables del modelo: MCF, ROA y PBEN (resaltadas en la tabla en negrita) por presentar un grado de correlación no significativo con la variable dependiente y, en consecuencia, concluirse que presentaban un nivel de influencia muy bajo respecto a ésta y que su inclusión no aportaría información relevante al modelo.

El siguiente paso consistió en tratar de determinar cuál era el grado de correlación entre las variables independientes para poder así advertir indicios de un posible problema de multicolinealidad. La matriz simplificada de correlaciones que se obtuvo fue la que sigue a continuación:

	LnAT	LnCAP	LnING	LnBBRUTO	ROE	MGBEN	VEBITDA	SOLV	LIQ	APAL	QTOBIN	CFPP
LnAT	1	,732**	,955**	,958**	-0,004	,052*	-0,012	-	-	,341**	-,170**	-0,045
LnCAP		1	,688**	,691**	-	-0,011	-0,061*	-	-	,282**	-,229**	-,129**
LnING			1	,970**	,081**	-,115**	-0,064*	-	-	,286**	-,131**	0,011
LnBBRUTO				1	,100**	-0,019	-0,023	-	-	,294**	-,074**	,057*
ROE					1	,296**	0,009	-0,001	0,012	,209**	,456**	,698**
MGBEN						1	,217**	,229**	,253**	-	,351**	,236**
VEBITDA							1	0,034	0,051	-0,036	,563**	,499**
SOLV								1	,971**	-	,174**	0,015
LIQ									1	-	,184**	0,040
APAL										1	-,261**	,085**
QTOBIN											1	,832**
CFPP												1

** . La correlación es significativa en el nivel 0,01 (bilateral).

* . La correlación es significativa en el nivel 0,05 (bilateral).

Tabla 8. Matriz de correlaciones entre las variables independientes (Correlación de Pearson) Fuente:SPSS

Con esta matriz pudo ya observarse como algunas de las variables seleccionadas presentaban altos grados de correlación entre sí y por tanto se manifestó la necesidad de aplicar algún método de detección de multicolinealidad. Uriel expone que:

“La multicolinealidad es un problema muestral, ya que va asociada a la configuración concreta de la matriz de los regresores, no existen contrastes estadísticos, propiamente dichos, que sean aplicables para su detección” (2013, p.194)

Como alternativa, indica una serie de “reglas prácticas” que tratan de medir en qué medida afecta la multicolinealidad a las variables explicativas del modelo, entre las que se encuentra el factor de agrandamiento de la varianza (FAV) conocido también por las siglas “VIF”, del inglés *Variance Inflation Factor*. Los resultados fueron los siguientes:

	VIF
LnAT	40,237
LnCAP	2,231
LnING	41,242
LnBBRUTO	24,620
ROE	4,456
MGBEN	3,274
VEBITDA	2,141
SOLV	19,091
LIQ	19,051
APAL	1,937
QTOBIN	7,035
CFPP	9,173

*Tabla 9. Valores VIF para las variables independientes inicialmente seleccionadas.
Fuente:SPSS.*

Existe una elevada incertidumbre relacionada con la interpretación y fiabilidad de estos coeficientes, si bien, atendiendo al criterio seguido por Hair et al. (1995), valores superiores a 10 podrían estar indicando un alto grado de multicolinealidad; tal es el caso de las variables señaladas en negrita en la tabla previa.

Ante la situación anterior, existe un acuerdo entre la mayoría de los académicos acerca de las posibles soluciones para eliminar o, al menos, reducir la multicolinealidad entre variables independientes. Entre estas soluciones comúnmente aceptadas se encuentran: aumento del tamaño de la muestra, creación de factores o componentes principales y la eliminación de variables. La primera de las soluciones no se llegó a considerar dado que aumentar el tamaño de la muestra habría supuesto necesariamente la inclusión de nuevas variables (países), dando lugar a un modelo más complejo y menos comprensible, por lo que quiso buscar una alternativa. Respecto a la segunda de las soluciones, para determinar si procedía o no su aplicación, se aplicó la medida Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) de adecuación al muestreo y la prueba de esfericidad de Bartlett. La medida KMO proporcionó un valor de 0.602, el cual se encuentra por debajo de 0.7, considerado por autores como Hair et al. (1999) como el umbral a partir del cual procede la utilización del análisis factorial como medida de agrupación en factores de variables interrelacionadas. En consecuencia, esta solución quedó también descartada. Finalmente, ante el fracaso de las dos medidas anteriores, se optó por la eliminación de las variables que se consideraron más problemáticas por contener información redundante con respecto a variables que sí permanecieron en el modelo. Las variables eliminadas fueron: LnING, LnBBRUTO (por atender a una misma definición y estar ambas ya representadas en la variable MGBEN), LIQ (por responder a un concepto muy similar al representado por SOLV) y CFPP (ídem respecto a

QTOBIN). Para comprobar si esta decisión pudiese haber reducido los coeficientes VIF, se recalcularon respecto al nuevo modelo reducido obteniéndose las soluciones que siguen:

	VIF
LnAT	2,335
LnCAP	2,218
ROE	1,901
MGBEN	1,276
VEBITDA	1,865
SOLV	1,169
APAL	1,509
QTOBIN	2,856

Tabla 10. Valores VIF para las variables independientes finales. Fuente:SPSS.

A la vista de los resultados parecía haber indicios de haberse producido una sustancial disminución del grado de multicolinealidad entre las variables, por lo que se decidió tomar estas ocho variables, junto con las variables cualitativas ya mencionadas, como las definitivas de cara a ser incluidas en el modelo.

6.-ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

6.1.-Análisis descriptivo

6.1.1.-Análisis de las carteras europeas de los fondos

6.1.1.1.-Norway Government Pension Fund

El fondo soberano noruego se caracteriza por ser uno de los fondos cuya inversión se encuentra más diversificada geográficamente. En total invierte en más de 10.000 empresas cotizadas de países de todos los continentes. Debe puntualizarse que, además, la totalidad de la inversión se limita exclusivamente al extranjero, por lo que no es un fondo que dedique parte alguna de su capital a la auto inversión, en base a la información proporcionada por Norges Bank (2019). En términos generales, Europa es la región con una captación de inversión más elevada (solo después de Norteamérica), suponiendo más de un tercio de su cartera, valorada esta porción en 231.657 millones de dólares.

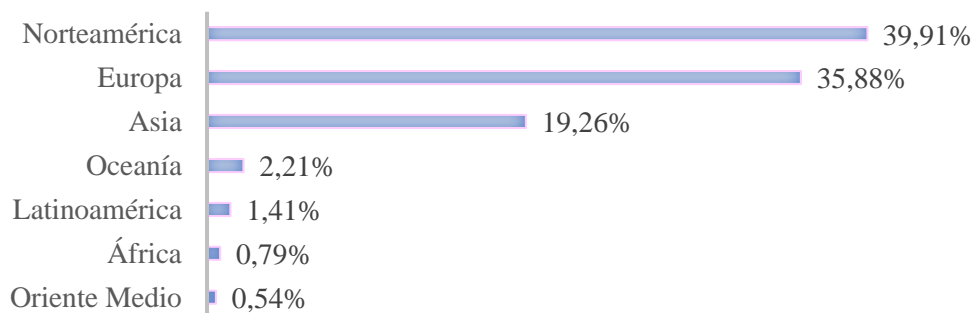


Gráfico 3. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

Dentro del continente europeo se invierte en un total de 32 países y más de 2.000 empresas, si bien el Reino Unido acapara casi un tercio de la inversión en este mercado (27,66%). En el ranking de los países europeos que atraen mayor inversión, encontramos a España en el sexto lugar, suponiendo un 5,26% de la cartera europea.

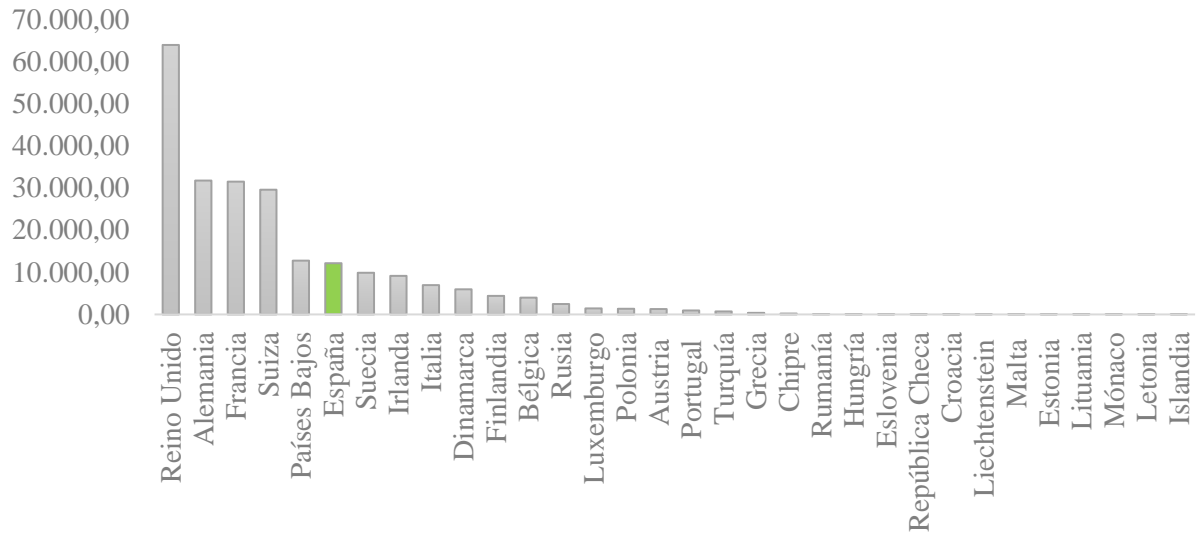


Gráfico 4. Países europeos receptores de la inversión (\$MM)²². Fuente: Elaboración propia a partir de Thomson Financial.

En cuanto a la diversificación por sectores en Europa, se distingue una predominancia de inversión en el sector financiero, que duplica a la realizada en los siguientes sectores que reciben mayor inversión: salud, consumo e industria. No obstante, en líneas generales se observa una distribución de la inversión más bien equitativa entre los diferentes sectores.

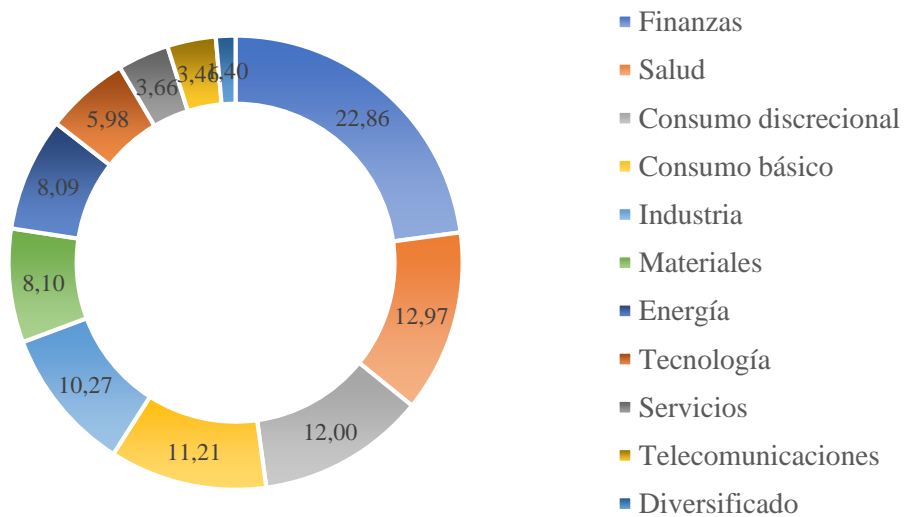


Figura 4. Distribución de la inversión por sectores económicos²³ Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

²²Para simplificar la representación de la inversión realizada en los 32 países se opta por un gráfico de barras en lugar de una tabla)

²³ Nota sobre la leyenda: telecomunicaciones (3,46%), diversificado (1,40%)

6.1.1.2.-China Investment Corporation

En términos de dispersión geográfica, gran parte de la inversión de este fondo se concentra en Norteamérica y Oceanía, mientras que Europa queda en tercera posición con una inversión total de aproximadamente 280 millones de dólares.

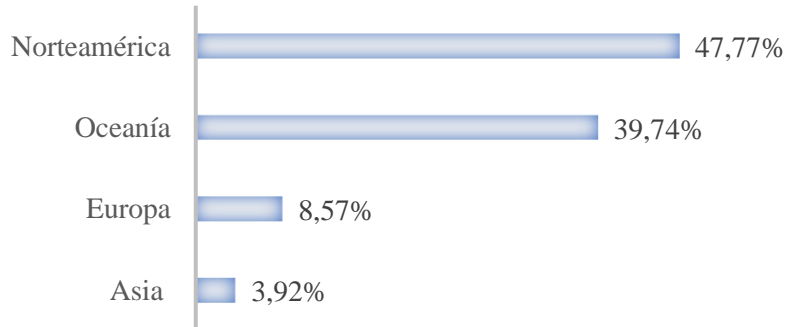


Gráfico 5. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

Si se compara con el fondo anterior, que presentaba una alta diversificación no solo globalmente sino también dentro de Europa, llama la atención que la totalidad de la inversión en este mercado se halle concentrada en tan solo dos países: Francia y Reino Unido, siendo el primero el que capta casi la totalidad de la inversión. Asimismo, la concentración también se aprecia si se analiza la cartera de inversión en cada país, ya que solo se invierte en títulos de dos empresas, cada una de ellas pertenecientes a cada uno de los países ya nombrados.

País	% Cartera europea	Valor (\$MM)	Nº empresas participadas
Francia	97,33	273,41	1
Reino Unido	2,67	7,5	1

Tabla 11. Países europeos receptores de la inversión. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

En consecuencia, el análisis de la localización de la inversión en diferentes sectores de actividad no presenta ninguna complicación, ya que solo se cuenta con dos empresas a analizar: la francesa Eutelstat Communications, perteneciente al sector de las telecomunicaciones, y Noble Group, empresa de logística agrícola y minera.

6.1.1.3.-Abu Dhabi Investment Authority

El principal destinatario de la inversión en empresas realizada por este fondo soberano es Europa, en la que invierte alrededor de 1.443 millones de dólares. Esta cantidad duplica la inversión realizada individualmente en Asia, Latinoamérica y Oriente medio.

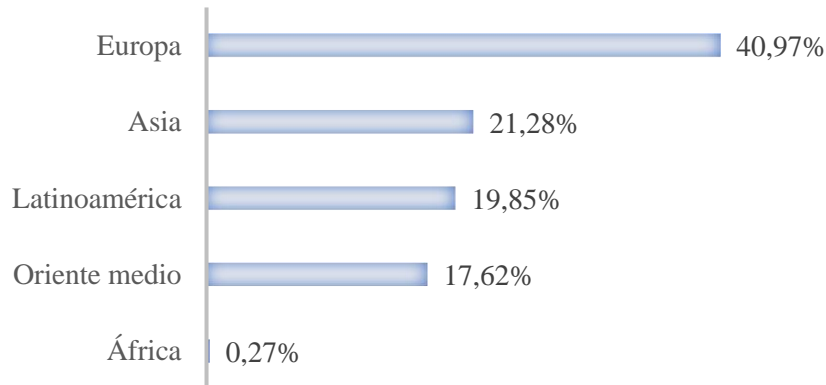


Gráfico 6. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

La afirmación anterior, no obstante, puede dar lugar a una percepción diferente de la realidad, ya que, al haberse hablado de Europa, realmente no se ha hecho referencia de un conjunto de países, sino exclusivamente al Reino Unido, que es quien capta la totalidad de la inversión realizada en esta zona geográfica. Así pues, el 100% de la cartera europea se compone de participaciones en 32 empresas del Reino Unido.

País	% Cartera europea	Valor (\$MM)	Nº empresas participadas
Reino Unido	100	1.443,01	32

Tabla 12. Países europeos receptores de la inversión. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

De estas 32 empresas, más del 60% de ellas pertenecen o bien al sector servicios o bien al del consumo básico, prácticamente a partes iguales.

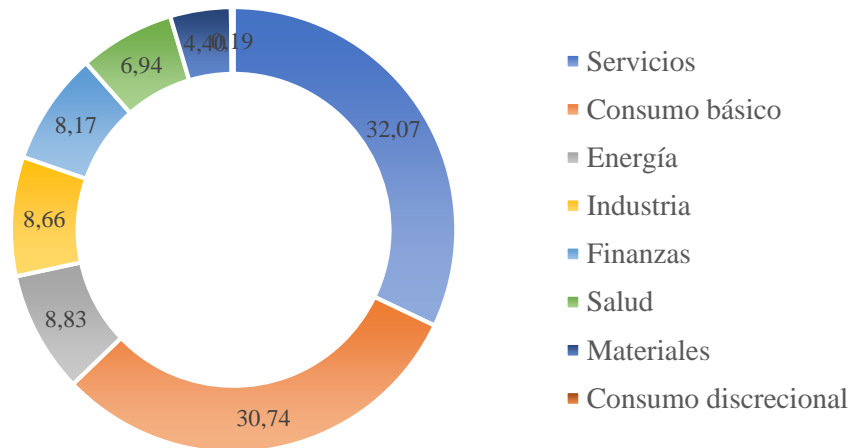


Figura 5. Distribución de la inversión por sectores económicos²⁴. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

6.1.1.4.-Kuwait Investment Authority

Este fondo dedica más de la mitad de su inversión a Oriente Medio, dentro del cual aproximadamente un 90%²⁵ se destina directamente a la economía doméstica de Kuwait. Es en la segunda posición donde encontramos a Europa, en la que se invierte un total de 4.161 mil millones de dólares.

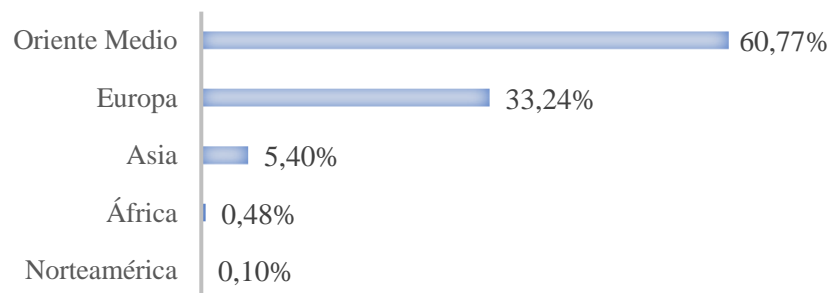


Gráfico 7. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

²⁴ Nota sobre la leyenda: materiales (4.40%), consumo discrecional (0.19%)

²⁵ Cálculos del autor a partir de datos proporcionados por Thomson Financial.

Dentro de la cartera europea cabe destacar la participación en la automovilística alemana Daimler, que no solo es la que recibe mayor inversión por parte de este fondo a nivel europeo (representando un 97,2% de esta cartera), sino que lo es también a nivel global.

País	% Cartera europea	Valor (\$MM)	Nº empresas participadas
Alemania	97,2	4.044,86	1
Reino Unido	1,50	62,60	12
Irlanda	0,91	37,75	1
Suecia	0,23	9,51	1
Eslovenia	0,16	6,51	1

Tabla 13. Países europeos receptores de la inversión. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

A parte del sector automovilístico, el resto de los sectores en los que se invierten son: finanzas (1,06%), consumo básico (0,95%), tecnología (0,54%) y salud (0,01%)²⁶.

6.1.1.5.-Hong Kong Monetary Authority Investment

Sobre este fondo no se realizará ningún tipo de análisis ya que no resulta de interés para el trabajo al ser Asia su única área de inversión, invirtiéndose exclusivamente en China y quedando Europa, en consecuencia, fuera del mapa. Basta concluir que, en cuanto a localización geográfica de la inversión, desarrolla una estrategia totalmente opuesta al Norway Government Pension Fund, fondo que, recordando lo ya apuntado al respecto, limita su inversión al mercado extranjero, excluyendo al doméstico.

6.1.1.6.-GIC Private Limited

Este fondo soberano diversifica su inversión entre cinco regiones geográficas diferentes, dentro de las cuales Europa es la segunda que atrae un mayor volumen de inversión, captando aproximadamente 20.953 mil millones de dólares de la inversión.

²⁶ El tamaño reducido de estos porcentajes no permite su adecuada representación en un gráfico.

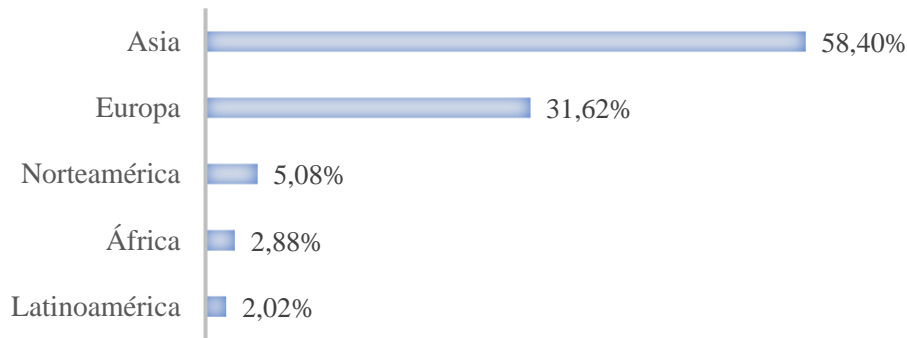


Gráfico 8. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

Entrando en mayor detalle, la inversión en Europa se distribuye entre casi 200 empresas de once países diferentes, entre los cuales Reino Unido acapara buena parte de ella (64,22%), seguida de Italia (9,22%) e Irlanda (7,93%) y ocupando España la séptima posición, representando un 1,93% de la cartera europea. Resulta interesante prestar atención al dato del número de empresas en que se invierte, ya que solo en Reino Unido se invierte en un total de 168 empresas mientras que en el resto de los países que componen la cartera europea se invierte en 5 empresas por país como máximo.

País	% Cartera europea	Valor (\$MM)	Nº empresas participadas
Reino Unido	64,22	13.456,82	168
Italia	9,22	1.930,96	3
Irlanda	7,93	1.662,16	2
Alemania	5,62	1.178,58	5
Suecia	5,60	1.173,54	3
Suiza	2,66	558,01	2
España	1,93	404,10	1
Francia	0,99	207,91	2
República Checa	0,94	195,98	2
Luxemburgo	0,59	123,41	3
Países Bajos	0,30	62,45	1

Tabla 14. Países europeos receptores de la inversión. Fuente: Elaboración propia a partir de Thomson Financial.

En lo que se refiere al sector de pertenencia de estas empresas participadas, predomina el financiero, seguido del industrial y del sanitario. A parte de estas anotaciones, no se observa que haya ningún sector al que se dirija una clara mayoría de la inversión, sino que más bien se aprecia una tendencia de diversificación entre sectores.

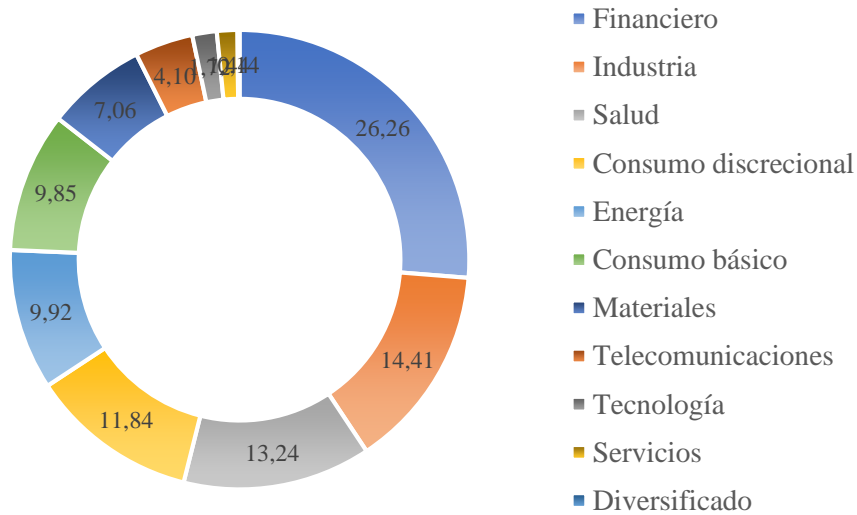


Figura 6. Distribución de la inversión por sectores económicos.²⁷ Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

6.1.1.7.-National Council for Social Security Fund

Actualmente este fondo no realiza inversiones en empresas cotizadas europeas, por lo que no se considera en el presente análisis.

6.1.1.8.-SAFE Investment Company

Sobre este fondo puede decirse que invierte de manera prácticamente exclusiva en Europa (más del 99% de la cartera de inversión) y residualmente en África, zona geográfica a la que dedica menos del 1% de los fondos invertibles restantes. La participación en Europa se valora en una cantidad que supera los 12 mil millones de dólares.

²⁷ Nota sobre la leyenda: tecnología (1.72%), servicios (1.44%) y diversificado (0.14%)

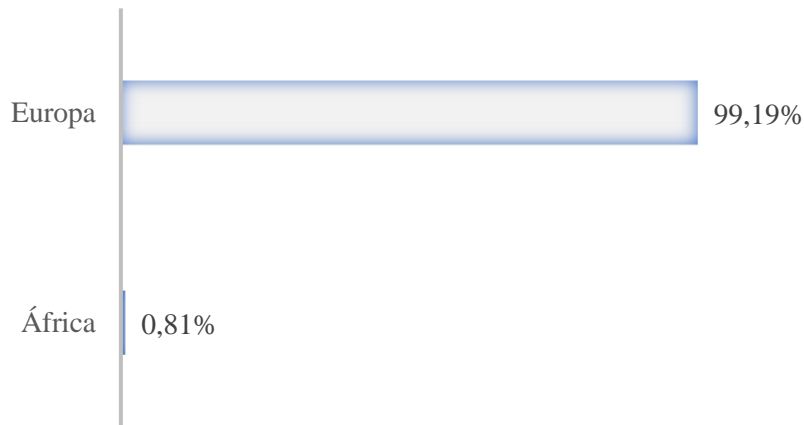


Gráfico 9. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

Por lo que respecta a la estrategia de localización de los fondos de la cartera europea, se viene repitiendo la tendencia, observada en los fondos anteriores, de concentrar la gran parte de la inversión en el Reino Unido. En este caso, además, Noruega y Luxemburgo son los otros dos países objetivo. Para conocer los detalles de la información que se acaba de exponer, puede observarse la tabla que se presenta a continuación.

País	% Cartera europea	Valor (\$MM)	Nº empresas participadas
Reino Unido	91,00	11.204,69	80
Noruega	8,42	1.037,18	3
Luxemburgo	0,58	70,96	1

Tabla 15. Países europeos receptores de la inversión. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

En último lugar, la cartera europea de SAFE Investment Company está compuesta por fondos invertidos en diferentes sectores de actividad. Destaca la participación en el sector energético, la cual triplica la realizada en los siguientes sectores de mayor inversión como el financiero, el de consumo básico o el de materiales.

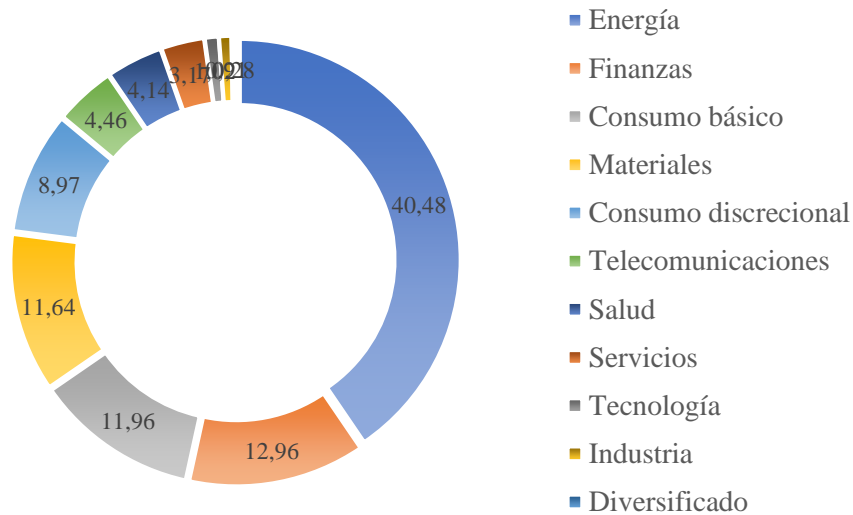


Figura 7. Distribución de la inversión por sectores económicos²⁸. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

6.1.1.9.-Temasek Holdings

A nivel diversificación geográfica, puede observarse cómo Asia es la zona que capta la mayor parte de las inversiones realizadas por este fondo (más del 80% de la cartera global), siendo Singapur el principal destinatario de estas. A continuación, en el grupo de zonas en las que el fondo dirige un mayor volumen de inversión, encontramos a Europa, que representa más del 10% de la cartera de inversión total, siendo la valoración de esta participación de 11.771 mil millones de dólares. Seguida de Europa, encontramos también a Norteamérica, Oceanía y Latinoamérica, aunque con volúmenes de inversión mucho menores a la primera.

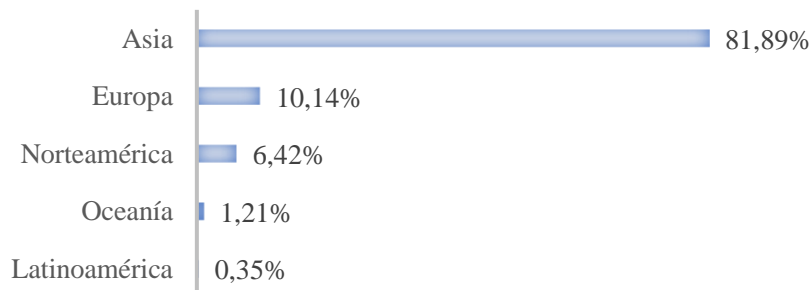


Gráfico 10. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

²⁸ Nota sobre la leyenda: servicios (3,17%), tecnología (1.02%), industria (0.91%) y diversificado (0.28)

Sobre los países europeos que reciben parte de la inversión de este fondo, debe ponerse de relieve Reino Unido, país que representa un 42.89% de la cartera europea y que presenta un total de siete empresas en que se invierte. En el resto de los países, se invierte en una única empresa excepto Francia, donde se invierte en un total de tres empresas. Como puede observarse en el gráfico que se presenta más adelante, España es el cuarto país que más inversión recibe de este fondo, suponiendo esta participación un 7,5% de la cartera europea, valorada en más de 946 mil millones de dólares.

País	% Cartera europea	Valor (\$MM)	Nº empresas participadas
Reino Unido	42,89	5.380,59	7
Alemania	32,57	4.086,07	1
Países bajos	14,68	1.841,97	1
España	7,54	946,15	1
Francia	1,24	155,03	3
Austria	0,98	122,46	1
Suiza	0,11	13,20	1

Tabla 16. Países europeos receptores de la inversión. Fuente: elaboración propia a partir de Thomson Financial.

Atendiendo a qué sectores representan la inversión a la que se acaba de hacer mención, el financiero y el sanitario suponen, en conjunto, más del 80% de la inversión total realizada en Europa.

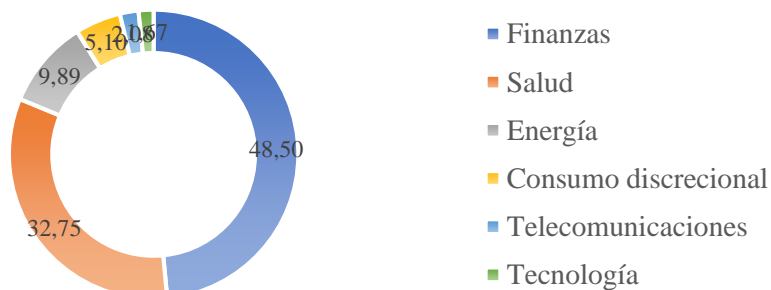


Figura 8. Distribución de la inversión por sectores económicos²⁹. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

6.1.1.10.-Public Investment Fund

Este fondo árabe concentra la mayoría de la inversión realizada en una región, Oriente medio, que atrae más del 93% de los fondos totales. Invierte además en Norteamérica y Europa. Esta última es la zona de menor captación de inversión por este fondo, suponiendo un 1,62% de la cartera global. La valoración de este porcentaje es aproximadamente 2.567 mil millones de dólares.

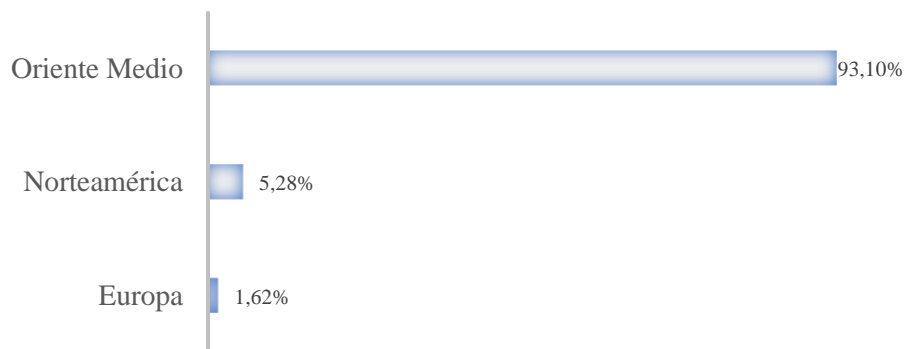


Gráfico 11. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

Dicho lo anterior, los únicos dos países que componen la cartera europea son Suiza y Alemania (en orden de mayor a menor peso en la cartera), en los que se invierte en una sola empresa por país, Clariant y Hapag-Lloyd. Los pormenores de esta participación se detallan en la tabla siguiente.

País	% Cartera europea	Valor (\$MM)	Nº empresas participadas
Suiza	69,44	1.782,70	1
Alemania	30,56	784,63	1

Tabla 17. Países europeos receptores de la inversión. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

²⁹ Nota sobre la leyenda: telecomunicaciones (2.08%) y tecnología (1.67%)

Respecto a los sectores a los que se dirige la inversión en Europa, estos coinciden con los de las dos únicas empresas en las que se invierte, y son materiales e industria.

Sector	% Cartera	Valor (\$MM)
Materiales	69,44	1.782,70
Industria	30,56	784,63

Tabla 18. Distribución de la inversión por sectores económicos. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

6.1.1.11.-Qatar Investment Authority

El principal destinatario de la inversión global realizada por este fondo es Europa, que representa el 72,42% de la cartera global (y supone más de 27 mil millones de dólares), seguida de Oriente Medio, Asia y África, que representan el 14,46%, 10,08% y 3,04% de la cartera total, respectivamente.

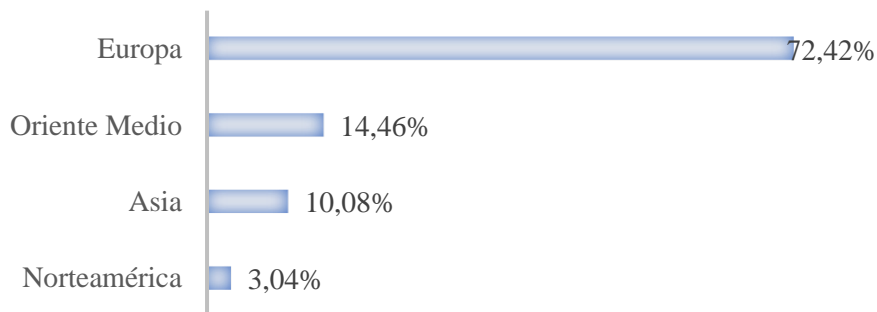


Gráfico 12. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

Al entrar en mayor detalle, puede advertirse que son ocho los países que componen la cartera europea, entre los cuales España es el tercero que atrae mayor inversión (6037 mil millones de dólares, suponiendo más del 22% de la cartera), por detrás de Alemania y Reino Unido que acaparan un 30% y un 26% de la inversión total realizada en esta zona geográfica.

País	Valor (\$MM)	Nº empresas participadas
Alemania	8.219,83	2
Reino Unido	7.253,00	12
España	6.037,21	2
Francia	3.651,98	4
Suiza	1.644,36	1
Portugal	325,81	1
Italia	128,75	1
Luxemburgo	123,39	1

Tabla 19. Países europeos receptores de la inversión. Fuente: elaboración propia a partir de Thomson Financial.

Sobre la diversificación sectorial de la inversión en Europa, esta se encuentra ampliamente distribuida entre áreas de diferente tipo, si bien es cierto que la de consumo discrecional y la de finanzas son las de mayor relevancia.

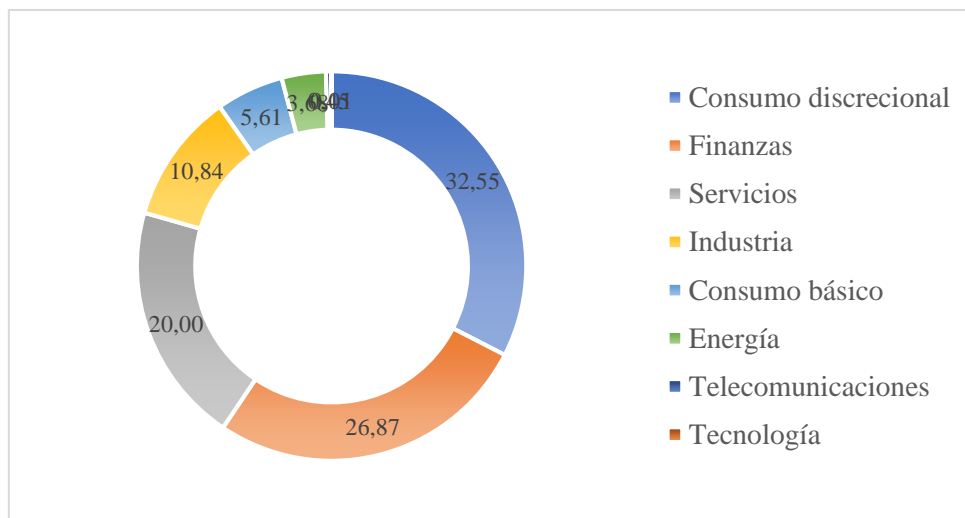


Figura 9. Distribución de la inversión por sectores económicos³⁰. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

³⁰ Nota sobre la leyenda: energía (3.68%), telecomunicaciones (0.45%) y tecnología (0.01%)

6.1.1.12.-Investment Corporation of Dubai

Siguiendo el mismo razonamiento que en otros casos anteriores, este fondo no será objeto de análisis dado que no invierte en empresas cotizadas europeas y concentra la totalidad de su inversión en países de Oriente Medio; por lo que queda fuera del alcance de este trabajo.

6.1.1.13.-Mubadala Investment Company

La cartera de inversión de este fondo se encuentra diversificada entre seis áreas geográficas diferentes, aunque fácilmente se percibe una clara preferencia por Europa, la cual representa aproximadamente una mitad de la cartera, participación que se encuentra valorada en un total de 6.198 mil millones de dólares. De entre las áreas restantes, son Oriente medio y Norteamérica las siguientes en orden de relevancia, quedando Oceanía, Asia y Latinoamérica en un segundo plano.

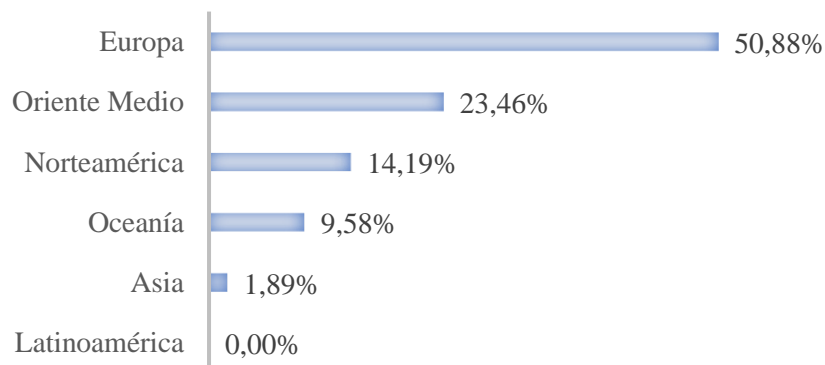


Gráfico 13. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

Considerando la cartera europea individualmente, todos los fondos de ésta se canalizan exclusivamente hacia tres países: Austria, Italia y Portugal; representados cada uno de ellos por una sola empresa. Resulta asimismo interesante prestar atención al detalle de que es uno de los pocos fondos soberanos estudiados que se desvía de la tendencia común de considerar Reino Unido como uno de los principales países objetivo de la inversión.

País	% Cartera europea	Valor (\$MM)	Nº empresas participadas
Austria	70,58	4.375,04	1
Italia	22,11	1.370,46	1
Portugal	7,31	453,06	1

Tabla 20. Países europeos receptores de la inversión. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

Sobre el estudio de la diversificación por sectores, tal y como ha ocurrido previamente con otros fondos cuya inversión se encontraba muy concentrada en un número reducido de empresas, no presenta mayor complejidad que la de asociar cada una de las empresas que reciben mayor inversión con los tres sectores que se muestran en el gráfico presentado a continuación: energía, finanzas y servicios.

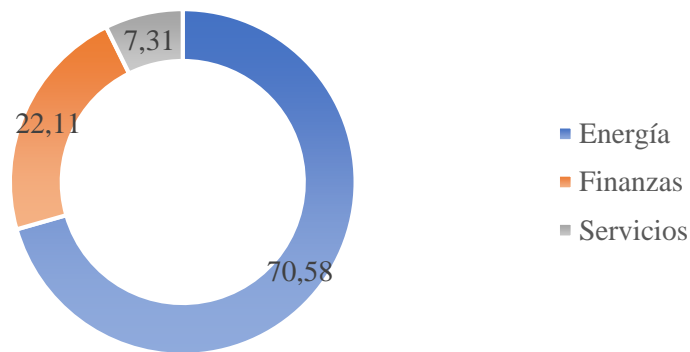


Figura 10. Distribución de la inversión por sectores económicos. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

6.1.1.14.-Korea Investment Corporation

El fondo soberano coreano canaliza cerca del 90% de la inversión hacia empresas norteamericanas, mientras que el resto queda repartido entre cinco zonas geográficas. Dicho esto, Europa resulta ser la segunda zona que atrae más volumen de inversión, suponiendo un 8,29% de la cartera global de este fondo y acumulando una cantidad total de 1.840 mil millones de dólares.

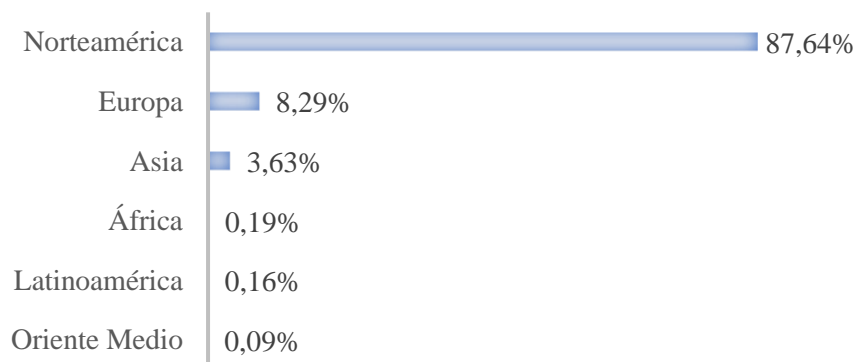


Gráfico 14. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

En referencia a la inversión individualizada en los países europeos, esta se concentra en cinco países, de los cuales Irlanda atrae más del 75% de la inversión y Reino Unido alrededor de un 15%. No obstante, si se presta atención al número de empresas en las que se invierte, la cifra en Reino Unido es mucho mayor que Irlanda, donde la inversión se encuentra mucho más concentrada.

País	% Cartera europea	Valor (\$MM)	Nº empresas participadas
Irlanda	77,29	1422,94	18
Reino Unido	15,54	286,03	88
Suiza	4,62	85,07	4
Países Bajos	2,45	45,1	6
Luxemburgo	0,01	0,17	1

Tabla 21. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

En lo que respecta a la localización de la inversión de la mencionada cartera entre los diferentes sectores de actividad, se observa una evidente predominancia del sector financiero sobre el resto de las áreas de inversión, de entre las cuales el área de salud, tecnología y consumo discrecional son las siguientes con mayor peso.

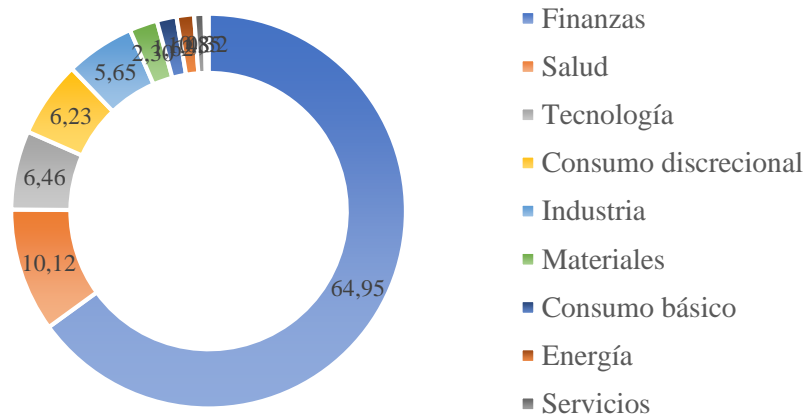


Figura 11. Distribución de la inversión por sectores económicos³¹ Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

6.1.1.15.-Future Fund

En último lugar, sobre el fondo soberano australiano puede concretarse que es Latinoamérica el área geográfica que se beneficia de mayor inversión (alrededor del 65% del total), seguida de Europa, Asia y Norteamérica. Europa, por tanto, es la segunda zona que capta mayor inversión, suponiendo un 28,7% de la inversión global, traducido en alrededor de 150 mil millones de dólares.

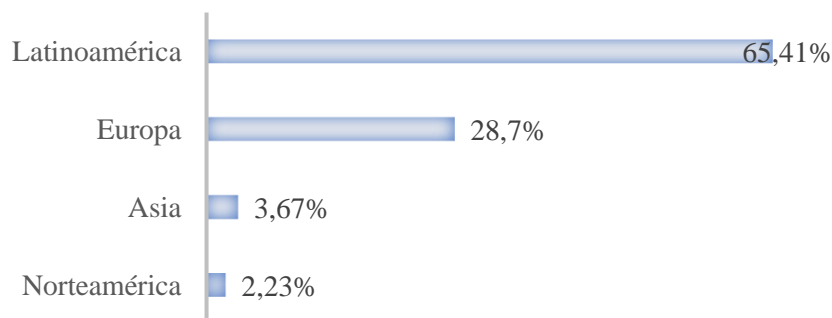


Gráfico 15. Distribución de la cartera de inversión por zonas geográficas. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

³¹ Nota sobre la leyenda: materiales (2.30%), consumo básico (1.60%), energía (1.43%), servicios (0.05%) y telecomunicaciones (0.32%)

Para concluir, detallando más la información acerca de la inversión realizada en Europa, esta se concentra en tan solo dos empresas pertenecientes a Francia y Reino Unido, representando casi un 60% de la cartera la primera (Icade) y el 40% restante la segunda (Apax Global Alpha). Dado que ambas empresas pertenecen al sector financiero, no se dedicará un apartado a la diversificación sectorial.

País	% Cartera europea	Valor (\$MM)	Nº empresas participadas
Francia	59,26	89,24	1
Reino Unido	40,74	61,36	1

Tabla 22. Países europeos receptores de la inversión. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

6.1.2.-Análisis de la inversión global en Europa

Una vez concluido el análisis de la sección anterior basado en cada uno de los fondos soberanos seleccionados, el presente apartado tiene como propósito la recopilación la información expuesta y su exposición de manera global y resumida.

6.1.2.1.-Inversión total de cada fondo

El primero de los datos que interesa conocer es en qué posición queda cada uno de los fondos en base a la inversión realizada, tal y como muestra la tabla que se presenta a continuación:

Fondo soberano	Inversión total (\$MM)	% Total
Norway Government Pension Fund	228.105,18	71,74
Qatar Investment Authority	27.384,33	8,61
GIC Private Limited	20.953,92	6,59
Temasek Holdings	12.545,47	3,95
SAFE Investment Company	12.312,83	3,87
Mubadala Investment Company	6.198,56	1,95
Kuwait Investment Authority	4.161,23	1,31
Public Investment Fund	2.567,33	0,81
Korea Investment Corporation	1.839,31	0,58
Abu Dhabi Investment Corporation	1.443,01	0,45
China Investment Corporation	280,91	0,09
Future Fund	150,60	0,05
Total	317.942,68	100

Tabla 23. Valores totales de la inversión en Europa realizada por los fondos soberanos. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

Tomando estos datos como punto de partida, el fondo noruego es aquel que realiza la mayor inversión en empresas cotizadas europeas, seguido del de Qatar y el de Singapur. Es necesario mencionar que, atendiendo a la cifra de inversión total en Europa por parte del conjunto de los fondos (próxima a los 318 mil millones de dólares)³², las inversiones del fondo noruego suponen más de un 70% de lo que se invierte en general en Europa por los principales fondos soberanos, lo cual resulta ocho veces superior a la inversión realizada por el segundo fondo que más invierte en Europa. Esta circunstancia es de mención necesaria ya que ejerce una gran influencia en el conjunto de los resultados extraídos y analizados en esta sección.

6.1.2.2.-Inversión total por países

Una vez examinados los volúmenes totales de inversión realizados por cada fondo, debe abordarse esta misma información desde otra perspectiva que tome como referente los países destino de esas inversiones. A tal fin, la siguiente tabla muestra la suma total de las cantidades que se invierten en cada país por el conjunto de los fondos seleccionados:

País	Valor (\$MM)	% Total
Reino Unido	103.131,33	32,44%
Alemania	50.095,66	15,76%
Francia	35.903,95	11,29%
Suiza	33.691,59	10,60%
España	19.545,43	6,15%
Países Bajos	14.718,57	4,63%
Irlanda	12.276,23	3,86%
Suecia	11.069,50	3,48%
Italia	10.388,22	3,27%
Dinamarca	5.960,22	1,87%
Austria	5.770,03	1,81%
Finlandia	4.398,85	1,38%
Bélgica	3.982,92	1,25%

Tabla 24. Valores totales de la inversión realizada por los fondos soberanos en los principales países europeos. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

³² Dato extraído a partir de cálculos sobre información proporcionada por Thomson Financial.

Como puede apreciarse, se han incluido solo aquellos países que captan una inversión que, sobre el total de la inversión realizada por los fondos soberanos seleccionados en Europa, supera el 1%. En coherencia con los datos que se venían exponiendo en el apartado anterior, el Reino Unido es el país que mayor volumen de inversión atrae siendo además el primer destino de inversión de Europa de cinco de los doce fondos soberanos estudiados. A grandes rasgos, no resulta extraño que sean estos países los que captan mayor inversión al tratarse de economías grandes, con una mayor variedad y número de empresas entre las que decidir a la hora de invertir. Como caso particular se encuentra Suiza, cuyo principal atractivo reside posiblemente en su atractivo régimen tributario y en su importante bolsa de valores.

6.1.2.3.-Inversión total por número de empresas

El siguiente conjunto de datos cuyo análisis resulta interesante es el número de empresas que han recibido inversión por parte de estos fondos en cada uno de los países europeos:

Análisis de la participación de los principales fondos soberanos en las empresas cotizadas europeas

	Alemania	Austria	Bélgica	Chipre	Croacia	Dinamarca	Eslovenia	España	Estonia	Finlandia	Francia	Grecia	Hungría	Irlanda	Islandia	Italia	Letonia	Liechtenstein	Lituania	Luxemburgo	Malta	Mónaco	Noruega	Países Bajos	Polonia	Portugal	Reino Unido	República Checa	Rumanía	Suecia	Suiza	Total
Norway Government Investment Fund	202	31	54	6	13	48	7	85	6	60	234	37	9	51	1	127	4	2	8	33	4	1	-	93	127	19	454	5	11	162	124	2018
China Investment Corporation	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	2
Abu Dhabi Investment Corporation	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	32
Kuwait Investment Authority	1	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12	-	-	1	-	16
GIC Private Limited	5	-	-	-	-	-	-	1	-	-	2	-	-	2	-	3	-	-	-	3	-	-	-	1	-	-	168	2	-	3	2	192
SAFE Investment Company	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	3	-	-	-	80	-	-	-	-	84
Temasek Holdings	1	1	-	-	-	-	-	1	-	-	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	7	-	-	-	1	15
Public Investment Fund	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2
Qatar Investment Authority	2	-	-	-	-	-	-	2	-	-	4	-	-	-	-	1	-	-	-	1	-	-	-	-	-	1	12	-	-	-	1	24
Mubadala Investment Company	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	3
Korea Investment Corporation	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18	-	-	-	-	-	1	-	-	-	6	-	-	88	-	-	-	4	117
Future Fund	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	2	

Tabla 25. Inversión realizada por los fondos soberanos en número de empresas por país. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Financial.

Al igual que en la primera de las tablas analizadas en este apartado, de nuevo el fondo noruego ocupa la primera posición, esta vez en relación con el número de empresas en las que se invierte, el cual supera con creces el de cualquier otro de los fondos soberanos objeto de análisis.

Por otra parte, también puede confirmarse una vez más la tendencia principal de inversión en Reino Unido, seguido de otras de las economías europeas más fuertes: Alemania y Francia.

6.2.-Análisis estadístico

6.2.1.-Consideraciones previas

En la sección dedicada a la metodología se describieron los pasos previos necesarios para la construcción del modelo sobre el que realizar el análisis.

Encontrándose ya las variables definidas, se procedió a su introducción dentro de un modelo de regresión logística binaria o binomial, definiendo como dependiente la variable INVERSION y como independientes las variables cuantitativas y cualitativas fruto del proceso de selección descrito en la metodología.

En el momento de selección de las variables, es necesario indicar que, si bien en el momento de su codificación se crearon tantas variables *dummy* o ficticias como posibles respuestas por categoría (es decir, k variables), previamente a la ejecución del modelo de regresión logística (en adelante RL), solo se introdujeron k-1 variables por categoría. Estas variables ficticias omitidas, también conocidas como variables de referencia, fueron PIB1, respecto a la categoría PAIS, y SECTOR2, respecto a la categoría SECTOR. La primera de ellas decidió omitirse con el propósito de que se pudieran obtener resultados más interesantes que enfrentaran las variables de cada extremo (PIB 3 en comparación con PIB 1) y la segunda de ellas por un tema puramente especulativo, al pensarse que el SECTOR2 (actividades financieras y de seguros) podría ser aquel que atrajera una mayor inversión por parte de los fondos soberanos y que, en consecuencia, contrastara notablemente con el resto de las variables de esta misma categoría.

Sobre el método de selección de variables para su inclusión en el modelo RL se optó por el método “intro”, configurado por defecto, que permite un total control sobre la introducción y extracción de variables por parte del investigador, las cuales son introducidas en un solo paso.

Por último, antes de ejecutar el modelo se fijó un intervalo de confianza del 95%.

6.2.2.-Justificación de la aceptación del modelo

Una vez ejecutado el modelo, el primero de los resultados que resulta interesante analizar es el relativo a la realización de las pruebas ómnibus de coeficientes del modelo, el cual indica si el modelo completo supone una mejora significativa respecto al modelo inicial o modelo nulo, es decir, aquel que no incluye ninguno de los predictores. Los resultados fueron los siguientes:

		Chi-cuadrado	gl	Sig.
Paso 1	Paso	710,147	17	0,000
	Bloque	710,147	17	0,000
	Modelo	710,147	17	0,000

Tabla 26. Pruebas ómnibus de coeficientes de modelo. Fuente: SPSS.

En relación con el valor del coeficiente Chi-cuadrado, no se le prestará mayor atención puesto que al haberse introducido todas las variables en un solo paso, su valor ha permanecido inalterado. El dato de esta tabla que resulta realmente interesante es el nivel de significación, el cual al ser inferior al 5%, señala que el test Chi-cuadrado es estadísticamente significativo, lo que se traduce en que el modelo completo implica una mejora significativa, un mejor ajuste del modelo, con respecto al modelo nulo.

El siguiente de los resultados que debe analizarse son las R cuadrado de Cox y Snell, y la de Nagelkerke, conocidas también como “pseudo R cuadrado” puesto que no se tratan de R cuadrado al uso y su fiabilidad e interpretación no gozan de excesiva aceptación. A pesar de esto último, se decidió analizar también estos coeficientes para poder sacar el mayor partido posible de la información proporcionada por SPSS y tener un conocimiento más aproximado de las características del modelo. Los valores presentados por estos indicadores fueron:

Paso	R cuadrado de Cox y Snell	R cuadrado de Nagelkerke
1	0,388	0,522

Tabla 27. Resumen del modelo. Fuente: SPSS.

Estos valores podrían ser interpretados como porcentajes de varianza explicada por los predictores del modelo. En este caso implicaría que el modelo tiene la capacidad de explicar entre un 38.8% y un 52.2% de la varianza del modelo.

Todo lo anterior condujo a la aceptación del modelo.

Como paso previo a la obtención de los valores de los coeficientes del modelo, se obtuvo también la siguiente tabla, que contrasta los valores observados frente a los pronosticados y que, en consecuencia, proporciona información valiosa acerca de la precisión con la que el modelo completo predice los casos asociados a la variable dependiente.

Observado			Pronosticado		
			INVERSION		Porcentaje correcto
			NO INVIERTE	SI INVIERTE	
Paso 1	INVERSION	NO INVIERTE	703	129	84,5
		SI INVIERTE	153	459	75,0
	Porcentaje global		80,5		

a. El valor de corte es ,500

Tabla 28. Tabla de clasificación ^a Fuente: SPSS.

A la vista de estos datos, se concluye que el modelo clasifica correctamente un 80.5% (un total de 1162 acertados y 282 fallados) de los casos totales, lo cual supone un porcentaje elevado que implica que este realiza una buena función de labor de predicción. No solo eso, sino que, si se presta atención al desglose entre los porcentajes de acierto respecto a las dos posibles respuestas, estos son igualmente elevados, presentando valores de 84.5% y 75%, es decir, valores aceptables que además se encuentran bastante próximos entre ellos.

6.2.3.-Interpretación de los coeficientes obtenidos

Por último, como parte final de la ejecución del modelo ML, se obtuvieron los siguientes valores respecto a las variables de la ecuación, teniéndose en cuenta para el análisis el coeficiente beta (B), el nivel de significación (Sig.) y el exponencial B (Exp(b))

		B	Error estándar	Wald	gl	Sig.	Exp(B)
Paso 1 ^a	LnAT	1,006	0,063	255,650	1	0,000	2,734
	LnCAP	-0,026	0,043	0,364	1	0,546	0,975
	ROE	0,015	0,006	5,380	1	0,020	1,015
	MGBEN	-0,003	0,008	0,183	1	0,669	0,997
	VEBITDA	0,020	0,015	1,824	1	0,177	1,020
	SOLV	0,072	0,046	2,417	1	0,120	1,074
	APAL	-0,003	0,001	6,904	1	0,009	0,997
	QTOBIN	0,198	0,081	5,928	1	0,015	1,219
	PIB2	0,245	0,168	2,131	1	0,144	1,278
	PIB3	-0,267	0,208	1,658	1	0,198	0,766
	SECTOR1	-0,098	0,655	0,022	1	0,881	0,907
	SECTOR3	1,132	0,604	3,520	1	0,061	3,103

SECTOR4	0,057	0,685	0,007	1	0,934	1,058
SECTOR5	0,808	0,563	2,062	1	0,151	2,243
SECTOR6	1,046	0,591	3,135	1	0,077	2,847
SECTOR7	1,159	0,581	3,983	1	0,046	3,187
SECTOR8	-0,191	0,668	0,082	1	0,775	0,826
Constante	-15,085	0,967	243,427	1	0,000	0,000

a. Variables especificadas en el paso 1: LnAT, LnCAP, ROE, MGBEN, VEBITDA, SOLV, APAL, QTOBIN, PIB2, PIB3, SECTOR1, SECTOR3, SECTOR4, SECTOR5, SECTOR6, SECTOR7, SECTOR8.

Tabla 29. Variables en la ecuación. Fuente: SPSS.

Antes de proceder a una interpretación pormenorizada de las variables, deben hacerse una serie de observaciones con carácter general:

- Respecto a las variables cuantitativas introducidas en el modelo, un 50% de ellas presentan un nivel de significación inferior al 5%, lo que se interpreta como que son variables significativas. Esto implica que el volumen total de activos (LnAT), la rentabilidad financiera (ROE), el nivel de apalancamiento (APAL) y la relación precio sobre valor intrínseco (QTOBIN) son variables que sí explican la variable dependiente, es decir, el hecho de que uno o varios fondos soberanos inviertan o no en una empresa dada.
- En relación con las variables cualitativas que definen el grupo de países y el sector de pertenencia, se observa que, por un lado, la pertenencia a un grupo de países con un PIB inferior a los 5 países con mayor PIB en Europa no es significativo, así como tampoco lo es la pertenencia a un sector distinto al SECTOR 2 (financiero), excepto el SECTOR7 y el SECTOR 3 (que se interpretarán individualmente más adelante por ser significativos o encontrarse cercanos a la significatividad).

Concluidas estas observaciones, se interpretan en último lugar los valores de los coeficientes asociados a las variables estadísticamente significativas. Antes de proceder a esto, debe hacerse una aclaración, ya que los coeficientes beta proporcionados por los modelos de regresión logística son de interpretación poco intuitiva en comparación con la regresión lineal. Con esto quiere aclararse que, aunque los valores del coeficiente beta se correspondan directamente con el cambio predicho del logaritmo del *odds-ratio*³³ de los sucesos SI INVIERTE y NO INVIERTE al incrementar el predictor en una unidad, se añadirá una interpretación algo más intuitiva, aunque de menor precisión técnica.

³³ Odds = $\frac{P(A)}{P(B)} = \frac{P(SI INVIERTE)}{P(NO INVIERTE)}$

LnAT:

- $\underline{B} = 1.006$, significa que, si el volumen de activos total de una empresa aumenta en una unidad, entonces produce un cambio de 1.006 unidades en el logaritmo del *odds-ratio* entre SI INVIERTE y NO INVIERTE. Al tener signo positivo, significa que un incremento en el volumen total de activos implica un aumento en la probabilidad de que uno o varios fondos soberanos inviertan en la empresa.
- Nivel de significación = 0.000 (<0.05), implica que el predictor es significativo, es decir, que el activo total es determinante en la decisión de invertir por parte de un fondo soberano.
- Exponencial de B = 2.734 (>1), lo que supone que, coherentemente con el signo positivo del coeficiente beta, mayor será la probabilidad de invertir frente a la de no invertir cuanto mayor sea el activo.

ROE:

- $\underline{B} = 0.015$, significa que, si la rentabilidad financiera de una empresa aumenta en una unidad, entonces produce un cambio de 0.015 unidades en el logaritmo del *odds-ratio* entre SI INVIERTE y NO INVIERTE. Al tener signo positivo, significa que un incremento en la rentabilidad financiera implica un aumento en la probabilidad de que uno o varios fondos soberanos inviertan en la empresa.
- Nivel de significación = 0.020 (<0.05), implica que el predictor es significativo, es decir, que la rentabilidad financiera es determinante en la decisión de invertir por parte de un fondo soberano.
- Exponencial de B = 1.015 (>1), lo que supone que, coherentemente con el signo positivo del coeficiente beta, mayor será la probabilidad de invertir frente a la de no invertir cuanto mayor sea la rentabilidad financiera.

APAL

- $\underline{B} = -0.003$, significa que, si el apalancamiento de una empresa aumenta en una unidad, entonces produce un cambio de -0.003 unidades en el logaritmo del *odds-ratio* entre SI INVIERTE y NO INVIERTE. Al tener signo negativo, significa que un incremento en la rentabilidad financiera implica una disminución en la probabilidad de que uno o varios fondos soberanos inviertan en la empresa.
- Nivel de significación = 0.009 (<0.05), implica que el predictor es significativo, es decir, que el nivel de apalancamiento es determinante en la decisión de invertir por parte de un fondo soberano.

- Exponencial de B = 0.997 (<1), lo que supone que, coherentemente con el signo negativo del coeficiente beta, menor será la probabilidad de invertir frente a la de no invertir cuanto mayor sea la rentabilidad financiera.

QTOBIN

- B = 0.198, significa que, si la Q de Tobin de una empresa aumenta en una unidad, entonces produce un cambio de 0.198 unidades en el logaritmo del *odds-ratio* entre SI INVIERTE y NO INVIERTE. Al tener signo positivo, significa que un incremento en la Q de Tobin implica un aumento en la probabilidad de que uno o varios fondos soberanos inviertan en la empresa.
- Nivel de significación = 0.015 (<0.05), implica que el predictor es significativo, es decir, que la Q de Tobin es determinante en la decisión de invertir por parte de un fondo soberano.
- Exponencial de B = 1.219 (>1), lo que supone que, coherentemente con el signo positivo del coeficiente beta, mayor será la probabilidad de invertir frente a la de no invertir cuanto mayor sea la Q de Tobin.

SECTOR 3

- B = 1.132, atendiendo a su signo positivo, indica que la probabilidad de INVERTIR frente a la de NO INVERTIR es mayor si la empresa pertenece al SECTOR 3 que si pertenece al SECTOR 2.
- Nivel de significación = 0.061 (>0.05), implica que el predictor no es significativo, si bien lo tenemos en cuenta en el análisis por encontrarse muy cercano al 5%.

SECTOR 7

- B = 1.159, atendiendo a su signo positivo, indica que la probabilidad de INVERTIR frente a la de NO INVERTIR es mayor si la empresa pertenece al SECTOR 7 que si pertenece al SECTOR 2.
- Nivel de significación = 0.046 (<0.05), implica que el predictor es significativo.

De manera resumida, la interpretación de estas dos últimas variables puede traducirse en lo siguiente: si un fondo soberano se enfrentara a la decisión de invertir en dos empresas con características idénticas perteneciendo una de ellas al SECTOR 2 y la otra al SECTOR 3, sería

más probable que el fondo se decantara por la segunda. La misma interpretación sería aplicable para el SECTOR 7 respecto al SECTOR 2 (quedando el primero como sector de preferencia).

Finalmente, con la aplicación de este modelo podría llegarse a la conclusión de que los principales fondos soberanos tienen una mayor tendencia a invertir en empresas de gran tamaño (LnAT), buena rentabilidad (ROE y QTOBIN) y con poco apalancamiento, *ceteris paribus*. A esta afirmación debería además añadirse la que se hizo previamente, relativa a los sectores económicos de pertenencia.

7.-CONCLUSIONES

Finalizada la sección de análisis de este trabajo y tomando el origen como punto de referencia, puede comprobarse como los fondos soberanos son, en efecto, importantes actores en el panorama de la inversión no solo internacional sino también europea.

Durante el desarrollo del marco teórico sobre los fondos soberanos, se pusieron en evidencia sus diferentes tipologías, orígenes y estrategias; lo cual los convierte en instrumentos difícilmente subsumibles en una única definición. También se destacó la tendencia de crecimiento del número de fondos soberanos desde su primera aparición, lo que parece indicar que podría mantenerse al menos en el corto plazo. Asimismo, la escasa transparencia y falta de actualización de la información económico-financiera se revela como una problemática común a gran parte de los fondos soberanos actuales.

Por otro lado, con la realización del análisis descriptivo se llegó a las siguientes conclusiones generales:

- El Reino Unido, Alemania y Francia encabezan la lista de los países europeos cuyas empresas cotizadas reciben mayores volúmenes de inversión por parte de los fondos soberanos más grandes del mundo. Suiza, aún tratándose de una economía de menor tamaño que las anteriores, se encuentra inmediatamente después en esta lista.
- El fondo soberano noruego supone el 70% de la inversión total en empresas cotizadas realizada por fondos soberanos en Europa, invirtiendo en más de 2.000 empresas. En contraste, resulta llamativo que el resto de los fondos inviertan en un número mucho más reducido de empresas, llegando algunos de ellos a invertir en solo dos empresas del total de los quince países europeos seleccionados.
- La conclusión anterior induce a pensar que la estrategia de inversión de buena parte de los fondos soberanos no se centre en la diversificación entre sectores ni países sino en la selección de empresas concretas con características especialmente atractivas para el fondo.

En relación con el análisis descriptivo, la aplicación de un modelo de regresión logística binomial sobre una muestra de empresas cotizadas europeas resultó en la obtención de unos coeficientes que indicaron que sí existen variables económico-financieras que influyen en la decisión de invertir en una empresa cotizada europea por parte de un fondo soberano. Estas variables

representan directamente la rentabilidad, el apalancamiento y el tamaño de una empresa. Por otro lado, también se llegó a la conclusión de que sí que existen sectores (comercio al por mayor y al por menor y otros servicios) en los que es más probable que invierta un fondo soberano antes que invertir en una empresa perteneciente al sector financiero.

Finalmente, la elaboración de este trabajo ha tratado de dar respuestas a una serie de incógnitas iniciales, pero es también es cierto que durante su elaboración se han puesto de manifiesto nuevas cuestiones como averiguar si la inversión en empresas europeas no cotizadas presenta las mismas características frente a las cotizadas o cuáles son los verdaderos motivos que empujan a un fondo soberano a invertir en solo dos empresas europeas concretas. Éstas son solo algunas de tantas preguntas que pueden plantearse al respecto, cuyo análisis trata de acercarse a retratar una realidad tan compleja y cambiante como son los fondos soberanos.

8.-BIBLIOGRAFÍA

OBRAS Y ARTÍCULOS ACADÉMICOS

- Al-Hassan, A., Papaioannou, M., Skancke, M., y Sung, C. C. (2013). Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management. *IMF Working Paper*, 13/231, 1-34. Recuperado de <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Sovereign-Wealth-Funds-Aspects-of-Governance-Structures-and-Investment-Management-41046> [Consulta 14/07/2019]
- Blundell-Wignall, A., Hu, Y.-W., y Yermo, J. (2008). Sovereign Wealth and Pension Fund Issues. *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, 14, 1-17. Recuperado de https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/sovereign-wealth-and-pension-fund-issues_243287223503 [Consulta 14/07/2019]
- Buteică, A. C. y Huidumac Petrescu, C. E. (2017). The Rise of Sovereign Wealth Funds: an Overview of the Challenges and Opportunities Ahead. *Hyperion International Journal of Econophysics & New Economy*, 10(1), 147-158. Recuperado de <https://www.journal-hyperion.ro/journal-archive/category/20-volume-10-issue-1-2017?start=9> [Consulta: 12/07/2019]
- Chen, C. (2016). Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises: The Path of the Temasek Model in Singapore and Lessons for China. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 36(2), 303-370. Recuperado de <https://jilb.law.northwestern.edu/issues/?date=2016&vol=Volume%20-%20Issue> [Consulta 15/07/2019]
- García García, F. y Moya Clemente, I. (2009). Efecto de las NIIF en el valor bursátil de las empresas españolas. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 15(1), 61-79. doi: 10.1016/S1135-2523(12)60078-1 [Consulta 03/08/2019]
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J. y Anderson, R. E. (2014). Multiple Regression Analysis. *Multivariate data analysis*, 151-231. Essex: Pearson.

Jen, S. (2007). Sovereign Wealth Funds. What they are and what's happening. *World Economics*, 8(4), 1-8. Recuperado de <http://www.afi.es/eo/sovereign%20wealth%20funds%20stephen%20jen.pdf>
[Consulta: 10/07/2019]

Reisen, H. (2008). How to Spend It: Sovereign Wealth Funds and the Wealth of Nations. *Policy Insights*, 59, 1-2. Recuperado de https://www.oecd-ilibrary.org/development/how-to-spend-it_242445844807
[Consulta: 12/07/2019]

Rozanov, A. (2005). Who holds the wealth of nations. *International Journal of Central Banking*, 15(4), 52-57. Recuperado de <http://piketty.pse.ens.fr/files/capital21c/xls/RawDataFiles/WealthReportsEtc/SovereignFunds/General/Rozanov2005.pdf> [Consulta: 11/07/2019]

Uriel, E. (2013). Relajación de los supuestos en el modelo lineal clásico. *Introducción a la econometría*, 187-221. Valencia: Universitat de València. Recuperado de <https://www.uv.es/uriel/libroes.htm>
[Consulta 20/08/2019]

INFORMES

Abu Dhabi Investment Authority (2018) *ADIA 2018 Annual Review*. Recuperado de https://www.adia.ae/En/News/media_review.aspx [Consulta 25/07/2019]

Future Fund (2017-2018) *Future Fund Annual Report 2017-2018*. Recuperado de <https://www.futurefund.gov.au/about-us/annual-reports> [Consulta 24/07/2019]

Government of Singapore Investment Corporation (2018-2019) *GIC Report on the Management of the Government's Portfolio, 2018/19*. Recuperado de <https://report.gic.com.sg/downloads.html>
[Consulta 24/07/2019]

Government Pension Fund (2019) *Government Pension Fund Global 1Q 2019 Quarterly report*.

Recuperado de <https://www.nbim.no/en/publications/> [Consulta 16/07/2019]

ICEX-Invest in Spain e IE Business School (2018) *Sovereign Wealth Funds 2018*. Recuperado de

<http://www.investinspain.org/invest/en/resources/documentation/report-on-foreign-direct-investment-fdi/DOC2019817367.html> [Consulta 15/07/2019]

Temasek Holdings (2019) *Investors Fact Sheet 2019*. Recuperado de

<https://www.temasek.com.sg/en/our-financials/library/fact-sheet.html> [Consulta 20/07/2019]

PÁGINAS WEB

Abu Dhabi Investment Authority (2019) *ADIA*. Recuperado de <https://www.adia.ae> [Consulta 10/07/2019]

China Investment Corporation (2019) *China Investment Corporation*. Recuperado de <http://www.china-inv.cn/en/> [Consulta 10/07/2019]

Future Fund (2019) *Futurefund Australia's Sovereign Fund*. Recuperado de <https://www.futurefund.gov.au/> [Consulta 10/07/2019]

GIC Private Limited (2019) *GIC*. Recuperado de <https://www.gic.com> [Consulta 10/07/2019]

Hong Kong Monetary Authority (2019) *Hong Kong Monetary Authority*. Recuperado de <https://www.hkma.gov.hk> [Consulta 10/07/2019]

Investment Corporation of Dubai (2019) *Investment Corporation of Dubai*. Recuperado de <https://www.icd.gov.ae/> [Consulta 10/07/2019]

Investopedia (2019) *SAFE Investment Company (China)*. Recuperado de <https://www.investopedia.com/terms/s/safe-investment-company.asp> [Consulta 10/07/2019]

Korea Investment Corporation (2019) *Korea Investment Corporation*. Recuperado de <http://www.kic.kr/en/> [Consulta 10/07/2019]

Kuwait Investment Authority (2019) *Kuwait Investment Authority*. Recuperado de <http://www.kia.gov.kw> [Consulta 10/07/2019]

Mubadala Investment Company (2019) *Mubadala*. Recuperado de <https://www.mubadala.com/>

[Consulta 10/07/2019]

National Council of Social Security Fund (2016) *National Council of Social Security Fund. The*

People's Republic of China. Recuperado de <http://www.ssf.gov.cn> [Consulta 10/07/2019]

Norges Bank Investment Management (2019) *The Fund*. Recuperado de <https://www.nbim.no/>

[Consulta 10/07/2019]

Qatar Investment Authority (2019) *Qatar Investment Authority*. Recuperado de <https://www.qia.qa/>

[Consulta 10/07/2019]

Public Investment Fund of Saudi Arabia (2019) *Vision 2030 Kingdom of Saudi Arabia*. Recuperado de

<https://vision2030.gov.sa/en/programs/PIF> [Consulta 10/07/2019]

Statista (2018) *Gross domestic product (GDP) at current market prices of selected European countries*

in 2018 (in billion euros). Recuperado de [https://www.statista.com/statistics/685925/gdp-of-](https://www.statista.com/statistics/685925/gdp-of-european-countries/)

[european-countries/](https://www.statista.com/statistics/685925/gdp-of-european-countries/) [Consulta 10/07/2019]

Temasek Holdings (2019) *Temasek*. Recuperado de <https://www.temasek.com.sg> [Consulta

10/07/2019]

VÍDEOS

Abdullah bin Mohammed bin Saud Al Thani. [CarnegieMellonQatar] *Qatar Investment Authority:*

Global Portfolio Strategy. Recuperado de

<https://www.youtube.com/watch?v=Zwflvmy96EM&t=814s>

Stoltenberg, J. *Jens Stoltenberg on the Government Pension Fund Global*. Recuperado de

<https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/>