



FACULTAD de  
CIENCIAS EMPRESARIALES  
y del TRABAJO de SORIA

FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES Y DEL TRABAJO DE

SORIA

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO FIN DE GRADO

Fondo Soberano de Inversiones de Noruega: un modelo de inversión

sostenible y responsable

Presentado por José David Franco Púa

Tutelado por José Luis Ruiz Zapatero

Soria, 17 de enero de 2023

## Tabla de contenido

Introducción .....	3
Justificación .....	3
Hipótesis.....	5
Objetivo general.....	5
Objetivos específicos:.....	5
Abstract .....	5
Keywords.....	5
Capítulo I: Marco teórico e histórico.....	6
1.1.    Concepto y clases de Fondos .....	6
1.2.    Evolución histórica .....	8
1.3.    Características y gestión del Fondo soberano noruego de inversiones.....	12
1.4.    Claves del modelo noruego.....	16
Capítulo II: Evolución del Fondo soberano noruego de inversiones (2005 – 2021) .....	17
2.1.    Nuevos paradigmas: inversión sostenible y responsable .....	17
2.2.    Consejo de ética .....	21
Capítulo III: Comparativa y evaluación del Fondo.....	31
3.1.    ¿Por qué el modelo noruego es distinto? .....	31
3.2.    Rentabilidad histórica del Fondo Soberano Noruego .....	33
3.3.    Futuras líneas de investigación para comparar el modelo noruego con otros Fondos... ..	35
Conclusiones .....	36
Bibliografía .....	39
Capítulo V: Anexos .....	40

## Tabla de gráficas

Gráfica 1: Fondos soberanos de inversiones más grandes del mundo .....	9
Gráfica 2: Línea cronológica del Fondo Soberano de Inversiones de Noruega .....	12
Gráfica 3: Estructura de Gobierno del Fondo Soberano de Noruega.....	15
Gráfica 4: Rendimientos financieros de los activos de renta fija y renta variable .....	19
Gráfica 5: Evolución de la proporción de la renta variable y renta fija del GPF-G .....	20
Gráfica 6: Esquema de los tres pilares del desarrollo sostenible.....	25
Gráfica 7: Tabla de verificación del cumplimiento relativo a la compatibilidad de las inversiones del Fondo Soberano de Noruega en materia de Desarrollo Sostenible .....	29
Gráfica 8: Evolución de los activos bajo gestión en billones de dólares de Noruega y sus competidores directos en el mercado (China, Kuwait, Singapur y Arabia Saudí) .....	33
Gráfica 9: Cifras históricas claves de rentabilidad, datos anualizados.....	33
Gráfica 10: Rentabilidad anual y rentabilidad anualizada acumulada .....	34
Gráfica 11: Patrimonio acumulado por el Fondo Soberano de Noruega.....	35

## **Introducción**

En la actualidad, el Fondo Soberano de Inversiones Noruego es uno de los Fondos más importantes del mundo, y el más grande en su tipo. En este trabajo trataremos de explicar como Noruega ha llegado a construir el Fondo soberano de inversiones (FSI) más grande del mundo, la forma en que han desarrollado sus estrategias de inversión y que papel ha desempeñado las concepciones éticas y de responsabilidad del Consejo de Ética dentro de la toma de decisiones de inversión.

Para ello, haremos un análisis de los acontecimientos históricos que han dado como resultado la creación del GPF-G, desde el momento en el que se encuentra gas y petróleo en aguas territoriales noruega del Mar del Norte en 1969, la posterior explotación de los yacimientos descubiertos, los efectos socioeconómicos que han tenido las ingentes cantidades de dinero procedente de la venta de hidrocarburos y las modificaciones estratégicas de gobierno e inversiones que ha sufrido el Fondo. Ya que, para comprender mejor cual ha sido el proceso desde la concesión del Fondo hasta la actualidad, se tiene que hacer hincapié en que la riqueza de Noruega está directamente relacionada con la extracción de los recursos petroleros en el país. Sin desestimar el hecho de que ha sido el modelo de inversión el que le ha permitido rentabilizar los ingresos de la industria de hidrocarburo. Según datos del Sovereign Wealth Fund Institute, el Fondo Gubernamental de Pensiones Global de Noruega (Government Pension Fund Global – GPF-G), es el más grande del mundo de su tipo, con un valor en cartera de 11.700 trillones de coronas noruegas a diciembre de 2022 (aproximadamente 1.2 billones de dólares), lo que equivale aproximadamente a un 2,5 veces del PIB anual noruego de 2021.

Por ello, analizaremos los distintos cambios de enfoque que ha efectuado Noruega en materia de inversión, diversificación del riesgo y activos financieros, además de los criterios establecidos en materia de elección de las empresas que componen su cartera de inversiones. De igual manera, esta tesis abordará cual ha sido el papel del Gobierno Noruega y la sociedad en temas de política financiera y corporativa, de modo que podamos identificar cuáles han sido sus aportaciones en la elaboración de la estrategia de inversión socialmente responsable del Fondo. Además, se explicará el hecho de que, contrariamente a lo que indica su nombre, no es un Fondo público de pensiones ya que en la actualidad no tiene la obligación de pagar a los pensionistas noruegos, puesto que estas están cubiertas por el Sistema de Seguridad Social de Noruega, y al carecer de deuda fiduciaria o cualquier obligación de pago en este momento, el objetivo del Fondo varía en su concepción inicial. Ya que actúa como un Fondo soberano de inversiones puro bajo el control del gobierno noruego con el objetivo de rentabilizar las rentas petroleras invirtiendo en los mercados bursátiles extranjeros y, al mismo tiempo, desempeña un papel como instrumento de estabilización macroeconómica para suavizar los ciclos económicos de los precios de gas y petróleo, financiar el presupuesto público y garantizar la equidad intergeneracional. Así como un uso eficiente y responsable de la riqueza del país para promover cambios reales en causas sociales y ambientales.

## **Justificación**

El interés académico por realizar este trabajo radica en la importancia y el impacto socio-económico que representan los Fondos Soberanos de Inversión en la vida de los ciudadanos. Siendo el Fondo Soberano Noruego de Inversiones, probablemente, el mejor ejemplo éxito financiero, gestión y transparencia en su tipo. Aunque, en la actualidad,

basándonos en términos de volumen de capital e inversiones, existen Fondos con igual y/o mayor número activos invertidos, llama poderosamente la atención como el modelo noruego de inversiones socialmente responsable ha logrado desarrollar y diversificar la economía del país, así como garantizar la seguridad económica de los pensionistas noruegos, además de actuar como instrumento de poder en causas activistas por el progreso y cambios culturales en el mundo empresarial.

Si bien es cierto que no se trata de un tema aislado del cual no se tengan estudios académicos anteriores, el fin de esta tesis es recopilar información financiera y datos socio-económicos con el objetivo de sistematizar la evolución de las decisiones de inversión socialmente responsables del Fondo Soberano de Inversiones de Noruega y como estas decisiones han contribuido en el crecimiento exponencial y continuo que ha tenido este Fondo desde su creación, con el objetivo de refrendar que un modelo de inversiones socialmente responsable puede funcionar igual que aquellos modelos de inversiones puramente económicos. Además, de hacer énfasis en las externalidades positivas que genera en la sociedad el modelo noruego de inversión, como la calidad de vida de sus ciudadanos, protección de derechos humanos y laborales, protección del medio ambiente y su apuesta por la transición energética.

Para lograr conseguir el objetivo general, así como los objetivos específicos anteriormente expuestos, la metodología que se seguirá en este trabajo es la recopilación de datos económicos y sociales relativos al Fondo Soberano de Noruega. Específicamente aquellos datos que ayuden a entender los criterios y estrategias de inversiones que se rigen de acuerdo con las normas éticas establecidas por los órganos de gobierno.

Por ello, el trabajo constará de dos grandes bloques: En el primer bloque tendremos los capítulos uno y dos, en los cuales se contextualizará los antecedentes históricos del tema de estudio. Comenzaremos con una definición de que es un Fondo soberano de inversiones. Una vez definido este tipo de instrumento económico, pasaremos a indagar en lo relativo al Fondo Soberano de Inversiones de Noruega: creación, funcionamiento, modelo organizativo y claves del éxito que le diferencia de otros modelos nacionales análogos.

En el segundo capítulo se procederá con la realización de un análisis profundo de los nuevos paradigmas socio-económicos que son objeto de estudio de este trabajo, para intentar comprender como el modelo noruego es socialmente responsable y sus criterios éticos de inversiones sostenibles para la sociedad pueden ser tan competitivos y rentables como modelos de inversiones que persiguen objetivos puramente económicos y rentistas, sin discriminar en aquellas transacciones que pueden resultar menos beneficiosas para la sociedad y los inversores.

En el segundo bloque, se plantearán argumentos para comprender la diferencia del modelo noruego respecto a otros Fondos soberanos cuyo origen de riqueza provengan de las mismas fuentes. El objetivo es distinguir cuales son las diferencias plausibles respecto a estos y cuáles serían posibles líneas de investigación para ampliar y comprender mejor el universo de estos poderosos instrumentos financieros y el uso que los distintos gobiernos nacionales dan a los mismos.

Finalmente, esta tesis cerrará con unas conclusiones en las que se expondrán unas valoraciones personales del alumno para determinar si los objetivos académicos e hipótesis planteadas en el trabajo se han conseguido. Asimismo, al final del trabajo se citará la bibliografía y un anexo en el que se recogen los datos que han sido objeto de estudio, y, por tanto, de interés académico para complementar la investigación.

**Hipótesis:** Los modelos de inversiones socialmente responsable, como el del Fondo Soberano de Noruega, pueden ser competitivos y eficientes en el objetivo de crear valor económico como los empleados por otros modelos de inversión puramente rentistas y deficiente es materia de sostenibilidad.

**Objetivo general:** Analizar la información y el comportamiento del GPF-G a través de sus resultados financieros para determinar si, los criterios éticos y de sostenibilidad que se fomentan desde el Consejo de Ética, han supuesto un inconveniente en la creación de valor.

**Objetivos específicos:**

- Identificar los instrumentos utilizados por el GPF-G para influir en las empresas en las que invierte.
- Analizar la percepción que el mercado tiene del Fondo noruego, así como el comportamiento de las empresas de su portafolio de inversiones.
- Analizar los cambios sustanciales efectuados por el GPF-G que ha tenido a lo largo del tiempo para garantizar el buen gobierno y transparencia de la institución, ser soporte y contribuir al crecimiento económico de Noruega y construir el estado de bienestar de sus ciudadanos.

**Abstract:**

The academic interest in carrying out this work lies in the importance and socio-economic impact that Sovereign Wealth Funds represent in the lives of citizens.

Currently, the Norwegian Sovereign Wealth Fund is one of the most important funds in the world. This thesis will try to explain how Norway has come to build the world's largest sovereign wealth fund (SWF), development of the investment strategies and the conceptions of the Board of Ethics in investment decision-making.

The aim of this thesis is to collect financial and socio-economic data with the objective of systematising the evolution of the Norwegian SWF's socially responsible investment decisions, and how these decisions have contributed to the exponential and continuous growth of the SWF since its creation; with the objective of endorsing that a socially responsible investment model can work just as well as purely economic investment models.

The methodology to be followed in this work is the collection of economic and social data relating to the Norwegian Sovereign Wealth Fund. Specifically those data that help to understand the investment criteria and strategies that are governed in accordance with the ethical standards set by the governing bodies.

**Keywords:** Fondos Soberanos; Noruega, Sostenibilidad, Responsabilidad, Gobernanza, Equidad intergeneracional, Consejo de Ética, Inversiones Financieras, Fondo.

# Capítulo I: Marco teórico e histórico

## 1.1. Concepto y clases de Fondos

El término Sovereign Wealth Funds (SWF) o Fondo soberano de inversión (a partir de ahora FSI) fue acuñado por primera vez por Andrew Rozanov en su artículo "*Who holds the Wealth of nations*". En el cual definió los FSI como «Fondos de activos de propiedad soberana, que no son Fondos de pensiones tradicionales ni activos de reserva que respalden las monedas nacionales» (Rozanov, 2005). Por otro lado, para la Comisión Europea «un Fondo soberano es un vehículo de inversión de propiedad estatal que contrata una cartera de activos financieros nacionales e internacionales».

El primer Fondo de inversión se remonta a 1953, cuando el gobierno kuwaití creó el **Kuwait Investment Authority (KIA)**<sup>1</sup> como entidad gestora de los excedentes presupuestarios y excedentes derivados de los ingresos de exportación del petróleo, con el objetivo financiero de diversificar la economía nacional y dar salida a los excedentes de capital, realizando inversión local y extranjera, para contrarrestar la dependencia económica de sus recursos fósiles. No obstante, algunos expertos de la materia consideran que el **Texas Permanent School Fund**<sup>2</sup> establecido por el estado estadounidense de Texas en 1854 es el antepasado de los Fondos soberanos actuales (Fernandes, 2011)<sup>3</sup>.

Se puede asumir que, los FSI se pueden establecer a partir de un superávit fiscal, remanentes de las operaciones oficiales de divisas local o extranjera, un superávit comercial y/o ingresos procedentes de exportaciones de materias primas. De igual forma, se puede concebir la idea que el objetivo macroeconómico de un gobierno al crear estos instrumentos estatales de inversión es conseguir una mejor gestión y administración de su cartera de activos con miras a alcanzar una rentabilidad financiera realizando operaciones en el mercado internacional<sup>4</sup>. (Capapé Aguilar & Guerrero Blanco, 2013). En esta definición destaca la propiedad estatal de estos Fondos y, el hecho de que invierten en activos extranjeros, por lo que se deben diferenciar de los Fondos orientados puramente al mercado doméstico.

De igual manera, se debe distinguir los FSI de otros instrumentos de inversión gubernamental, como las reservas de divisas. Ya que estas reservas sirven para mitigar los efectos de una coyuntura económica desfavorable, acumulando recursos o utilizándolos según el período y las necesidades. Por tanto, deben invertirse en activos altamente líquidos y seguros, de manera que el gobierno tenga acceso a ellos de forma inmediata. De igual manera, los FSI se diferencian de los Fondos públicos de pensiones en que no tienen esta obligación con terceros (los pensionistas) y, al no poseer

---

<sup>1</sup> Para más información consultar el sitio web <https://www.kia.gov.kw/investments/>

<sup>2</sup> Para más información consultar el sitio web <https://tea.texas.gov/finance-and-grants/texas-permanent-school-fund>

<sup>3</sup> Para más información leer el artículo *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World*

<sup>4</sup> Otras definiciones presentadas también destacan que estos Fondos pertenecen a Estados soberanos o a sus gobiernos y son instrumentos de inversión que buscan rentabilidad en los mercados financieros internacionales con fines macroeconómicos en última instancia

obligaciones de pago presente, cuentan con un horizonte temporal de inversión más largo y pueden asumir niveles de riesgo más alto.

Aunque todos los FSI guardan mucha similitud en origen y forma, se puede observar que los mismos persiguen propósitos heterogéneos, a menudo estos objetivos son un reflejo de las prioridades políticas y sociales del país de origen, como maximizar la rentabilidad de los excesos de capitales para diversificar la economía o asegurar el pago de los pensionistas. (Gordon L. Clark, 2008). No obstante, podemos categorizar los Fondos de inversión en tres prioridades específicas que son las más frecuentes cuando se constituyen (Gbadebo-Smith, 2017):

- Estabilizar la economía: tienen el mandato específico de aislar y suavizar los estragos que una crisis económica puede generar en la economía local. Estos Fondos tienden a tener un horizonte de inversión corto y con alta orientación a comprar activos que produzcan una mayor liquidez en el corto plazo con el menor riesgo posible, como instrumentos del mercado monetario, valores en renta fija, entre otros.  
Evidentemente, esto limita considerablemente las posibilidades de inversión y los tipos de activos que pueden adquirir.
- Maximización del capital: tienen un horizonte de tiempo transgeneracional, es decir, pueden efectuar operaciones con un periodo de retorno más a largo plazo. Por tanto, en su cartera de activos tienden a tener un mayor peso las adquisiciones de acciones globales y otras inversiones alternativas con un mayor riesgo.
- Desarrollo estratégico: tienen mandatos que incluyen prioridades más diversas, tales como el desarrollo social, la diversificación de la economía y el financiamiento de la infraestructura local. Pueden invertir hasta un 50% de sus activos en inversiones nacionales, transacciones en valores de renta fija, acciones públicas y otros equivalentes en el mercado privado y extranjero.

A su vez, se pueden encontrar hasta cinco clasificaciones más amplias entre las categorías ya mencionadas:

- i. Fondo de estabilización: es una herramienta fiscal con la prioridad de estabilizar y suavizar las economías de los altibajos que se producen por las crisis económicas internas o externas. Entre estas alteraciones se incluyen, entre otras, los picos y valles de productos básicos. El ejemplo más común son los ciclos de los precios del petróleo y derivados. En este caso, el objetivo del Fondo es mitigar el impacto que, un auge o caída de los precios en el mercado mundial, puede tener en la balanza comercial, los presupuestos del estado y la producción o extracción del crudo.
- ii. Fondo de ahorro y generaciones futuras: son establecidos con la prioridad de maximizar el capital asignado para generar equidad intergeneracional, ahorro y transformación de riqueza mediante la conversión de recursos naturales no renovables en activos financieros más sostenibles y “de mayor duración”. Por ejemplo, los ingresos procedentes de la producción de combustibles fósiles.

- iii. Fondo de pensiones y otros pasivos futuros: son diseñados con la prioridad de maximizar el capital en cartera con el fin de respaldar las necesidades monetarias de los sistemas de bienestar social y pensiones públicas del país. Son comunes, especialmente, en países con una población adulta envejecida y bajas tasas de natalidad, es decir, con problemas para mantener y/o renovar mano de obra. Podemos mencionar el Fondo de inversión de pensiones del gobierno de Japón (GPIF, por sus siglas en inglés) y el Fondo de pensiones de Noruega (GPF-G) como los más grandes y efectivos de su tipo.
- iv. Fondo de inversión de reserva (el más común): a diferencia de otros Fondos, tiene como primer mandato la gestión de una parte, o la totalidad, de las reservas de divisas de una nación. Por lo que, su principal prioridad es la maximización de capital. Su estrategia de inversión es invertir en activos financieros que generen mayores rendimientos en el largo plazo, con el mandato secundario de reducir los costes y rendimientos negativos que acarrea la tenencia de reservas de moneda.
- v. Fondo soberano de desarrollo estratégico: son utilizado con la prioridad principal de promover el desarrollo estratégico y económico, al tiempo que genera un rendimiento positivo ajustado al riesgo de sus asignaciones. Dichos objetivos pueden incluir, el desarrollo de infraestructura de transporte y/o pública, gestión de residuos, fomento del campo energético o realizar inversiones que generen empleos directos e indirectos.

Una vez diferenciadas las distintas categorías y clasificaciones de los Fondos, se debe destacar el hecho que, el origen de los ingresos de los que se nutren los Fondos no solo proviene de la riqueza en materias primas del país o un superávit fiscal o comercial. En algunos casos estos recursos provienen de ingresos procedentes de «holdings asociados» a empresas estatales y/o privatizaciones, como el caso del Fondo Temasek del gobierno de Singapur. Por otro lado, los FSI cuyos Fondos proceden de la exportación de materias primas se pueden dividir en dos subgrupos: los vinculados a los hidrocarburos (Kuwait Investment Authority o el Government Pension Fund of Norway) y, los vinculados a otros recursos sin procesar como metales o piedras preciosas (Pula Fund o Fondo de Estabilización Económica y Social de Chile).

## **1.2. Evolución histórica**

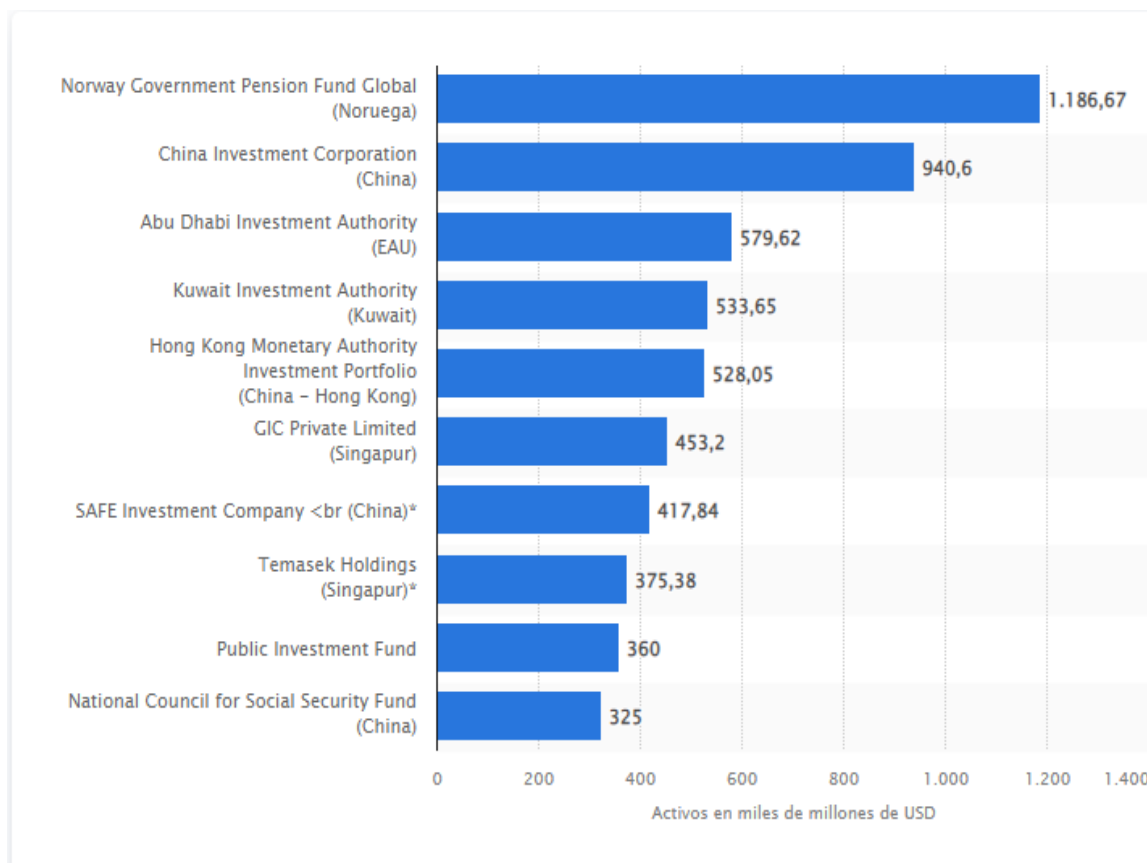
En los últimos tiempos los Fondos soberanos de inversión y otros tipos de instrumentos financieros gubernamentales han tenido un crecimiento exponencial. Si bien la historia de los Fondos soberanos se puede remontar hasta mediados del siglo XIX, en 1980, oficialmente, solo se reconocían nueve Fondos como tal. Este número se duplicó en la década de los noventa, y se quintuplicó a mediados de la primera década de los 2000. Sin embargo, la verdadera «salida al mercado» de los Fondos soberanos se dio después de la crisis financiera de 2007-2008, cuando algunos gobiernos se vieron en la obligación de utilizar por completo la riqueza y liquidez acumulada en sus Fondos, con el objetivo de inyectar capital en un mercado financiero que lo necesitaba desesperadamente para sanear sus balances y realizar nuevas inversiones. El objetivo de los Fondos era claro: transmitir



un mensaje de tranquilidad a los mercados al realizar transacciones a medio – largo plazo no especulativas (Daniel Coronas Valle, 2013).

Actualmente, a noviembre de 2022, el número total de SWF alrededor del mundo ya asciende a 98 en más de 70 países. Los Fondos soberanos más grandes son:

### Gráfica 1: Fondos soberanos de inversiones más grandes del mundo



Fuente: Statista 2022

No obstante, el principal foco de estudio de este trabajo es el Fondo de pensiones del Gobierno de Noruega (GPFN). A continuación, se hará una breve reseña cronológica<sup>5</sup> de los hitos más importantes en la historia de los Fondos y los acontecimientos que llevaron a la creación del Fondo noruego (History of Norges Bank Investment Management , 2022), (Wirth, 2018)

- 1812: Se crea en Francia el **Caisse des dépôts et consignations**, señalado por algunos expertos como la primera estructura de inversión estatal. Sin embargo, algunas organizaciones como el **Sovereign Wealth Fund Institute** (SWFI) lo consideran un Fondo de pensiones.
- 1854: Se crea el **Texas Permanent School Fund** en el estado estadounidense de Texas. El objetivo de este Fondo era ayudar a financiar el sistema público de educación con dinero generado de las regalías de tierras y minerales.

<sup>5</sup> Para más información consultar el sitio web del NBIM

- 1953: Se funda el **Kuwait Investment Authority** por designación del gobierno kuwaití para gestionar los recursos financieros que genera la venta de petróleo y, es reconocido como el primer Fondo soberano de inversiones.
- 1966: La compañía petrolera Shell empieza a explorar posibles yacimientos en las costas de los Países Bajos.
- 1967: El gobierno de los Emiratos Árabes Unidos crea el **Abu Dhabi Investment Authority**<sup>6</sup> con el objetivo de gestionar los ingresos derivados de la comercialización de gas y petróleo.
- 1967: En Noruega se unifican los distintos sistemas de pensiones (de jubilación, incapacidad, orfandad y otros) dentro de un mismo órgano de cobertura universal: el Sistema Nacional de la Seguridad Social, conocido también como el **Government Pension Fund Norway**.
- 1969: Shell encuentra gas, y posteriormente, petróleo en las aguas territoriales de Reino Unido y Noruega.  
Este descubrimiento plantea la necesidad al gobierno de Noruega de establecer bases que permitan una gestión responsable de los recursos descubiertos mediante directrices parlamentarias que garanticen un fuerte control estatal sobre las compañías petroleras internacionales que, dada su experiencia y recursos, podrían adquirir licencias de exploración y explotación en el país.
- 1971: Inicia la extracción de crudo en el primer pozo petrolero de Noruega. Ekofiske se convierte en el yacimiento de petróleo más grande jamás encontrado en el mar, hasta entonces.
- En 1971 se crea el **Public Investment Fund**<sup>7</sup> en Arabia Saudita con los recursos generados de la extracción de hidrocarburos.
- En 1972 el gobierno de Noruega crea la estatal petrolera **STATOIL** y, establece que el 50% de todos los pozos de explotación de crudo tienen que estar en manos de esta empresa, en la cual el estado mantendría un control del 67% de las acciones.  
Además, el gobierno graba con un 78% de impuestos sobre beneficios a las compañías petroleras extranjeras que operaran en el país. Estas medidas ayudaron a duplicar en solo 3 años la renta per-capital de Noruega.
- En 1974, el Ministerio de Finanzas presenta un informe en el parlamento en el cual se aborda la necesidad de utilizar la riqueza generada por la industria de hidrocarburos en Noruega.
- En 1974 se crea **Temasek Holdings**<sup>8</sup>, un Fondo de inversión estatal propiedad del gobierno de Singapur, creado con capital procedente de industrias tales como la manufacturera y naval.
- En 1983, el Norges Bank presenta un informe en el cual propone la creación de un Fondo de ahorro en el que se pueda almacenar los grandes flujos de capitales procedentes de la industria petrolera y gastarlos en rendimientos real.

---

<sup>6</sup> Para más información consultar el sitio web <https://www.adia.ae/>

<sup>7</sup> Para más información consultar el sitio web <https://www.pif.gov.sa/en/Pages/Homepage.aspx>

<sup>8</sup> Para más información consultar el sitio web <https://www.temasek.com.sg/en/index>

- El 1990, el gobierno noruego se da cuenta que tiene mucho capital acumulado el cual debería ser utilizado para diversificar la economía nacional<sup>9</sup>, el objetivo sería reducir el impacto que generan las fluctuaciones de los precios del petróleo en el mercado internacional.

Así, en junio de ese mismo año, el Parlamento de Noruega aprueba una ley<sup>10</sup> para establecer el **Government Petroleum Fund** con el fin de transferir, regularmente, del gobierno al Fondo capital de los ingresos de la venta de petróleo, sin embargo, el gobierno no logro resultados positivos de estas ventas hasta 1995. El propósito de este instrumento de inversión es lograr una mejor gestión de los recursos asignados en el largo plazo, y asistir al gobierno en el estado de bienestar<sup>11</sup>.

- 1995/96: En 1995 el país logra un superávit comercial, por lo que se produce la primera transacción de capital desde el Gobierno noruega al Fondo en 1996, desde entonces el crecimiento de los flujos de capital destinados al Fondo ha sido exponencial.

El estado decide que el dinero se debe invertir de la misma manera que las reservas de divisas del banco central noruego, es decir, todo se destina a adquirir bonos de gobiernos, y otros activos en el extranjero. El Ministerio de Finanzas decide invertir el 40% del Fondo en acciones empresariales.

- En enero de 1998, se crea el Norges Bank Investment Management dentro de la estructura del Banco Central de Noruega (Norges Bank), el cual tiene como designio ejercer la administración del Fondo en representación del Ministerio de Finanzas.
- En el 2004, el Fondo establece líneas éticas en la política de inversión y adquisición de acciones.
- En 2006, mediante una ley parlamentaria, se lleva a cabo la unión del Fondo Gubernamental de Pensiones-Global (**Government Petroleum Fund**) con el Fondo Nacional de la Seguridad Social (**Government Pension Fund Norway**) De esta manera se constituye **The Government Pension Fund**<sup>12</sup>.

---

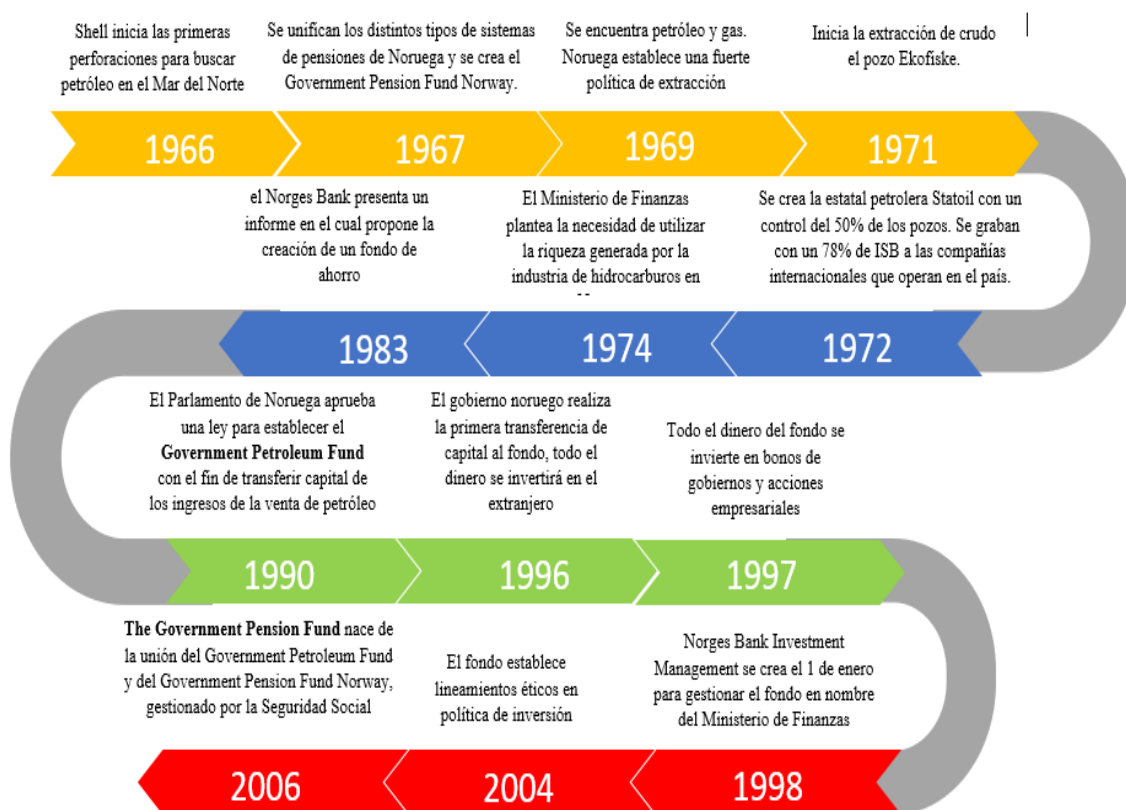
<sup>9</sup> Estas rentas incluyen tanto impuestos sobre las empresas petroleras como ingresos netos procedentes de los campos petrolíferos pertenecientes al Estado y dividendos generados por Statoil, la operadora petrolera noruega cuya mayoría de acciones (66,7%) se encuentran en manos del Estado

<sup>10</sup> Ley nº 36 del Fondo Petrolero del 22 de junio de 1990

<sup>11</sup> «El Fondo se creó para dar al gobierno margen de maniobra en política fiscal en caso de que los precios del petróleo cayeran o la economía continental se contrajera. También sirve como herramienta para manejar los desafíos financieros de una población envejecida y una caída esperada en los ingresos del petróleo», Norges Bank Investment Management (2020)

<sup>12</sup> Para más información consultar el sitio web <https://www.nbim.no/>

## Gráfica 2: Línea cronológica del Fondo Soberano de Inversiones de Noruega



Fuente: elaboración propia a partir de la información obtenida del NBIM

### 1.3. Características y gestión del Fondo soberano noruego de inversiones

El Fondo Gubernamental de Pensiones-Global (Government Pension Fund-Global GPF-G) destaca por ser el más grande del mundo en su tipo, gestionando en su cartera de activos alrededor de 11.6 billones de coronas noruegas a principios de noviembre del 2022 (equivalentes a unos 1.2 billones de dólares)<sup>13</sup>, invertidos en más de 9300 empresas en 65 países. Los activos gestionados por el Fondo equivalen, aproximadamente, a 2,5 veces el PIB noruego en 2021, el cual fue de 482.2 miles de millones de dólares. Pero ¿Toda esta riqueza proviene solo de la venta de petróleo y gas? Bueno, no debemos obviar que, contar con el respaldo de los ingresos que generaba la industria petrolera fue de gran ayuda para que el Fondo tuviera el capital necesario para salir al mercado. Sin embargo, la mayor parte de la riqueza del GPF-G provienen de los beneficios que generan las inversiones, y no de las contribuciones de capital que aporta la venta de combustibles.

Es innegable que la riqueza de Noruega está directamente vinculada con la extracción de hidrocarburos. El estado nórdico comenzó a explotar sus reservas en 1971, acumulando una gran riqueza. Sin embargo, de nada serviría tener un gran flujo de capital entrando a las arcas públicas de una nación si este no se sabe utilizar con responsabilidad y visión a largo plazo. Ante estas circunstancias el gobierno noruego instituyó un Fondo de riqueza

<sup>13</sup> Para más información consultar el sitio web del NBIM

soberana en 1990, el cual fue establecido como un medio para apoyar la gestión de los beneficios que generaba la industria petrolera<sup>14</sup>.

Una de las razones más importantes para fundar el Fondo fue dejar más claro cómo se utilizaban los ingresos del petróleo. La estructura del Fondo se diseñó de manera tal que se transferencia dinero a este solo cuando hubiese un superávit presupuestario. Por esta razón, entre 1990 y 1995 no se realizó ninguna transferencia al Fondo debido a que se produjeron déficits presupuestarios por una recesión en el país en la primera mitad de la década de los noventa<sup>15</sup>. Una vez superado este período de crisis, se produjo el primer superávit presupuestario en 1995 y, la transferencia de capital excedente se dio en 1996.

El GPF-G sirve también como instrumento de ahorro financiero a largo plazo, con el propósito de garantizar un reparto intergeneracional equitativo de la riqueza proveniente del petróleo, asegurar las pensiones de los noruegos y, que no solo beneficie a la generación actual<sup>16</sup>. A pesar de lo que indica su nombre, no es un Fondo público de pensiones, puesto que no tiene deuda fiduciaria actualmente, (Ashby & Monk, 2008). En este sentido, el Fondo no tiene la obligación de pagar hoy a los pensionistas noruegos, ya que estas están siendo asistidas por la Seguridad Social. Por lo que, solo comenzaría a pagar pensiones a las futuras generaciones en un periodo aún sin determinar. El Fondo tiene como mandato realizar una inversión responsable de los activos financieros, gestión transparente del gobierno corporativo y fomentar el desarrollo social, económico y medioambiental sostenible, cumpliendo con las obligaciones estipuladas en la ley.

El término de beneficiar a las generaciones futuras es de vital relevancia en el desarrollo sostenible y, situarlo en el contexto de los Fondos soberanos puede resultar complejo. Ya que equilibrar objetivos tan diferentes, como el de obtener el máximo rendimientos financieros posible con el de ejecutar inversiones que permitan una continuidad sustentable en el tiempo, es difícil de compaginar para cualquier entidad con ánimo de lucro. Sin embargo, la misión de los Fondos soberanos es tener la visión económica de ejecutar operaciones financieras que permitan generar riqueza de las inversiones en el largo plazo.

Pero ¿Quién gestiona el dinero? Bueno, el modelo de gestión del Fondo se basa en una definida estructura administrativa con delegación de funciones y sistemas efectivos de control y supervisión. El Stortinget (Parlamento noruego) aprobó y dejó establecido por ley el marco formal para la creación Government Petroleum Fund en 1990, reformado posteriormente a través de Ley del Fondo de Pensiones del Gobierno en 2006. La ordenanza del Fondo recoge en sus estatutos que la responsabilidad general de la gestión se divide en tres partes:

---

<sup>14</sup> *El Fondo en cuestión fue fundado mediante la aprobación de la Ley del Fondo del Petróleo del Gobierno por parte del Parlamento noruego en 1990 (Backer, 2009).*

<sup>15</sup> *En este contexto, se pretendía atesorar los ingresos mencionados y utilizarlos para hacer frente a las dificultades que pudieran presentarse en las finanzas públicas a largo plazo debido a las fluctuaciones en los ingresos del petróleo (Norges Bank, 1998).*

<sup>16</sup> *El cual tiene como objetivo crear una fuente de prosperidad a largo plazo para financiar los gastos de seguridad social que puedan ocurrir como resultado del crecimiento de la población en el futuro y beneficiar a las generaciones futuras (Secretariado del Consejo Legislativo, 2014).*

La primera incluye la formación de la política general. Esta función recae en el Ministerio de Finanzas, el cual tiene como mandato aprobar y establecer las directrices de inversión y política de asignación de activos<sup>17</sup>. En septiembre de 2006, se crea un departamento independiente al Ministerio, llamado **The Asset Management Department**, con el fin de mejorar la gestión de ambos Fondos. Su función es fijar la estrategia de inversión, evaluar la gestión operativa llevada a cabo por Norges Bank y Folketrygdfondet<sup>18</sup>, y el desarrollo e implementación del marco para prácticas de gestión responsable y ética.<sup>19</sup> (Gobierno de Noruega, 2016).

La segunda parte es la administración operativa del Fondo, la cual se ha transferido al Banco Central de Noruega (Norges Bank). Dentro de este ámbito, puede emitir recomendaciones al ministerio sobre política de inversión, gobernanza, entre otros. Sin embargo, su principal función es la de otorgar mandatos de gestión según el tipo de activo, región o sectores económicos. En más de 20 años de gestión, el Norges Bank ha otorgado alrededor de 200 mandatos, cada uno de los cuales dispone de una cuenta separada dentro del banco y, el gestor, tiene el derecho de comprar y vender el dinero disponible en esa cuenta, de esta manera, el dinero nunca sale del control del banco. El Fondo es muy exigente con la delegación de mandatos y son muy amplios los requisitos requeridos para poder conseguirlos, así como el número de revocaciones anuales de los mismos al no cumplir con los objetivos establecidos. Por lo que, actualmente, solo se mantienen unos 80 mandatos en activo.

Si bien Norges Bank se ha encargado de la gestión del Fondo, no es posible que la gestión operativa del mismo sea regulado y supervisado únicamente por el Ministerio de Finanzas. Aunque el Norges Bank es responsable de tomar decisiones de inversión independientemente del Ministerio, la responsabilidad de aceptar las estrategias de inversión y otros asuntos importantes pertenece a la Junta Ejecutiva del Norges Bank Investment Management (NBIM), siendo el CEO del NBIM quien tiene la responsabilidad general de implementar las políticas de mandatos y los requisitos definidos por la Junta Ejecutiva<sup>20</sup>. La delegación en la gestión operativa al NBIM ha servido para separar la gestión del Fondo del aparato burocrático estatal, el objetivo es dificultar la intervención directa de los políticos del Ministerio de Finanzas o del Parlamento en sus actividades de inversión. Cada año el NBIM recibe cientos de solicitudes para trabajar en la gestión de inversiones, actualmente, cuenta con poco más de 500 empleados repartidos en una treintena de países, los cuales deben realizar sus actividades en equipo con los gestores de los mandatos, siempre estando supervisados por el Ministerio de Finanzas y el Comité Ético.

La decisión de quien presidirá el banco y los demás miembros de gobierno es tomada por el Comité Ejecutivo del Gobierno y, posteriormente, los nombramientos son ratificados por el rey de Noruega. Actualmente, el presidente de la Junta Ejecutiva del Norges Bank

---

<sup>17</sup> Establecer principios de gestión ética e institucional junto con las estrategias de inversión de los Fondos (Ministerio de Finanzas de Noruega, 2006).

<sup>18</sup> Para más información consultar el sitio web del Folketrygdfondet

<sup>19</sup> Para más información consultar la página del Government.no

<sup>20</sup> Las operaciones diarias se entregan al presidente de Norges Bank Investment Management (Ministerio de Finanzas de Noruega, 2018).

es Øystein Olsen quien, además de presidir el banco, es también el gobernador del Banco Central de Noruega desde 2011<sup>21</sup>.

Y, por último, la tercera parte es la supervisión. El Norges Bank presenta un informe anual detallado sobre la gestión del Fondo soberano. Estos informes de dominio público explican cómo se gestiona el dinero e incluyen una lista de las empresas en las que invierte el Fondo. En los mismos se detalla cual es la estrategia de inversión y el proceso de elección de los gestores externos (mandatos). Además, Norges Bank presenta informes trimestrales con los datos financieros de ingresos y costes. A su vez, el banco también es auditada por otra entidad independiente. Los informes de esta empresa son públicos y se publican en línea como los informes del Norges Bank (Skancke, 2003).

Por otro lado, el Ministerio de Hacienda, al que está afiliado el Fondo, cada año presenta un informe (Libro Blanco) sobre la gestión del Fondo al parlamento noruego, el cual también se incluye en el informe anual presentado por el Banco Central de Noruega. En el dossier presentado por el Ministerio de Hacienda se abordan los asuntos generales sobre la gestión del capital de los Fondos. Así como otros contenidos más generales, tales como; la gestión de los ingresos del petróleo, el papel del Fondo en la economía y cuánto de los ingresos del petróleo se gastará se discuten en la sesión de otoño junto con el presupuesto del año fiscal (Ministerio de Finanzas de Noruega, 2006).

El Fondo también es auditado por la Oficina del Auditor General de Noruega. La oficina es responsable de la auditoría final del Fondo y reporta directamente al parlamento (Backer, 2009).

**Gráfica 3: Estructura de Gobierno del Fondo Soberano de Noruega**



Fuente: elaboración propia a partir de la información obtenida del NBIM

<sup>21</sup> Para más información consultar el sitio web del NBIM

#### 1.4. Claves del modelo noruego

Entender el éxito del modelo noruego no solo se debe a los recursos financieros que aporta el sector petrolero, sino por una definida visión de los objetivos que se pretendía alcanzar con el Fondo, y cuáles serían los pasos para lograr un buen funcionamiento. La primera disposición del gobierno noruego, y la más importante, fue determinar que los ingresos no solo debían gastarse en consumo presente, sino que deberían garantizar el bienestar de las generaciones futuras del país. Por consiguiente, la ley noruega estipula que nadie puede tocar ese dinero para gasto público, el gobierno solo puede utilizar los beneficios que genera el Fondo, pero no el capital invertido. El órgano de gobierno del Fondo se describe comúnmente como transparente y bien administrado, es elogiado por los medios de comunicación de todo el mundo por liderar las empresas de inversión responsable por motivos éticos y sociales (Clarke, 2013).

La diversificación de las inversiones que realiza, el retorno de estas y su poder económico no solo es el resultado del contar con ingentes cantidades de recursos monetario, la clave del modelo noruego tiene sus bases en una fuerte estructura operativa que ha permitido posicionar el Fondo en el mercado nacional e internacional para conseguir objetivos diferentes. Y es que, debemos distinguir dentro de la estructura funcional del Government Pension Fund<sup>22</sup> dos Fondos diferentes con objetivos estratégicos diferenciados: Por una parte, esta Government Pension Fund-Global (GPF-G), en el cual se centrará este trabajo, y, por otro lado, esta Government Pension Fund Norway (GPFN) el cual no será abordado en profundidad. El primero es un Fondo soberano de inversión que, por ley, solo puede invertir en empresas extranjeras para rentabilizar los ingresos del petróleo, mientras que el otro está integrado dentro del Sistema Nacional de la Seguridad Social, su tamaño es significativamente más reducido y concentra su inversión dentro del ámbito local. Este Fondo se instituyó 1967, cuando se unificaron los distintos sistemas de pensiones (de jubilación, incapacidad, orfandad y otros) dentro de un mismo órgano de cobertura universal, el Sistema Nacional de la Seguridad Social de Noruega, el cual se financiaría a través de las contribuciones de los trabajadores, empresarios, administraciones locales y el gobierno nacional, quedando su gestión en manos del Ministerio de Finanzas<sup>23</sup>.

Fue en 2006 que, con la aprobación de la ley del Fondo de Pensiones del Gobierno de Noruega, cuando ambos sistemas, el Fondo Nacional de la Seguridad Social y el Fondo Gubernamental de Pensiones, se unieron para crear The Government Pension Fund, y ambos quedaron en manos del Ministerio de Finanzas, siendo, en última instancia, propiedad de los ciudadanos noruegos. Por lo que, la actividad y funcionamiento del Fondo están influenciada en gran medida por la opinión pública<sup>24</sup>. Esta supervisión y contribución ciudadana ha ayudado en la convención de normas de gobierno y control claves en el éxito del modelo.

---

<sup>22</sup> Para más información consultar el sitio web del NBIM

<sup>23</sup> Además, en vez de financiar solo a las pensiones, también contribuyó a sufragar el sistema de la banca estatal y así transfirió Fondos hacia la política de inversión diseñada por el gobierno

<sup>24</sup> Al contrario que otros FSI, el GPFG se encuentra incrustado en el aparato gubernamental y no está protegido de los medios de comunicación y la sociedad civil (Clark, Dixon y Monk, 2013).



*“El objetivo del Government Pension Fund es facilitar el ahorro gubernamental para financiar los gastos crecientes en pensiones públicas, y respaldar las consideraciones a largo plazo en cuanto al gasto de las rentas petroleras gubernamentales. Una gestión sensata del Fondo a largo plazo contribuye a la equidad intergeneracional, permitiendo que tanto las generaciones actuales como futuras se beneficien de los ingresos petroleros” (Gobierno de Noruega, 2016).*

La marcada diferenciación de los objetivos y propósitos de ambos Fondos le ha permitido al The Government Pension Fund generen sinergias corporativas que han favorecido a un alto grado de especialización de cada Fondo dentro de su ámbito estratégico, lo que ha contribuido a un mejor estado de bienestar para los ciudadanos, facilitar el ahorro gubernamental y una gestión sensata de los recursos financieros del país. Al mismo tiempo, el Fondo no solo actúa como instrumento de reserva financiera para el gobierno, sino que, por demanda de los ciudadanos noruegos, también debe contribuir al desarrollo de valores y normas socioeconómicas dentro de las empresas en las que se invierte.

## **Capítulo II: Evolución del Fondo soberano noruego de inversiones (2005 – 2021)**

En este apartado abordaremos como han ido cambiando las estrategias de inversión del Fondo soberano más grande en los mercados bursátiles del mundo. Pasando desde un enfoque altamente conservador hacia una mayor diversificación en el universo de las inversiones (sectores, monedas y países). Si bien es cierto que en los últimos años la gestión del Fondo se ha caracterizado por cierto inmovilismo y conflictos de intereses éticos y económicos entre las autoridades políticas y los gestores financieros.

Y es que entre 1996 y 2020, su estrategia de inversión ha tenido como propósito alcanzar el mayor grado de diversificación en cuanto a tipos de activos y ámbitos geográficos, en gran medida por la influencia y el «know-how» de los expertos del departamento gestor del Fondo sobre el Gobierno, el Ministerio de Finanzas y los mercados internacionales.

### **2.1. Nuevos paradigmas: inversión sostenible y responsable**

El Fondo se estableció en 1990 y las primeras operaciones de transacción de capital se dieron en 1996 y, hasta ese entonces, figuró como una cuenta bancaria con saldo cero<sup>25</sup>. Si bien, actualmente, se encuentra entre los más grandes del mundo, siendo el mayor inversionista individual en empresas que cotizan en bolsa y uno de los más diversificados y rentables, la historia de este no comienza así, ya que cuando se constituyó el Fondo los precios del petróleo se encontraban en mínimos históricos y el país pasaba por una etapa de recesión. Por eso, pocos imaginaron que llegaría a alcanzar una gran dimensión en números de activos. Sin embargo, desde que se efectuó la primera transacción de capital hacia el Fondo ha tenido un crecimiento exponencial que lo ha llevado a convertirse en el mayor Fondo soberano del mundo. No obstante, en el transcurso de su evolución estratégica podemos distinguir dos fases muy diferenciadas: la primera con una acelerada tendencia de explorar nuevos mercados e instrumentos de inversión en miras de lograr

---

<sup>25</sup> Cuando se estableció el Fondo se hizo hincapié en que la acumulación de activos en el Fondo del Petróleo debería reflejar los superávits presupuestarios reales.

una mejor rentabilidad y la segunda, con un enfoque más precavido y responsable en las decisiones de inversión, renunciando muchas veces a conseguir una mayor rentabilidad en favor de cumplir con los criterios éticos establecidos.

En el periodo de 1996-1998, el Fondo gestionaba sus activos como si reservas de divisas oficiales se trataran, ya que estaba compuesto únicamente por bonos gubernamentales totalmente líquidos y seguros (*renta fija*), dado que su objetivo fundacional era el de actuar como un Fondo de estabilización de la economía noruega. Además de tener un tamaño muy limitado, los gestores del Norges Bank carecían de conocimientos en el funcionamiento del mercado de renta variable, por ello, no se planteó utilizar otra estrategia cuando se estableció.

Sin embargo, en 1997, el valor del Fondo creció más de lo estimado y las previsiones apuntaban que la tendencia seguiría así los próximos años, ya que la economía noruega se había recuperado de la recesión y, con sus cuentas saneadas ya el Gobierno no precisaba de todos los beneficios de la venta del petróleo, por ello se estimaba que se asignaría más capital al Fondo. Así, en 1998, el Norges Bank recibió nuevas pautas por parte del Gobierno para invertir hasta el 40% del capital en activos de renta variable. El trasfondo de esta decisión, según (BØHN, 1999), es que la inclusión de renta variable con un peso del 30-50% incrementaba la rentabilidad potencial de las inversiones en comparación con una cartera compuesta solo de obligaciones, y a largo plazo reducía el riesgo (Skancke, 2003).

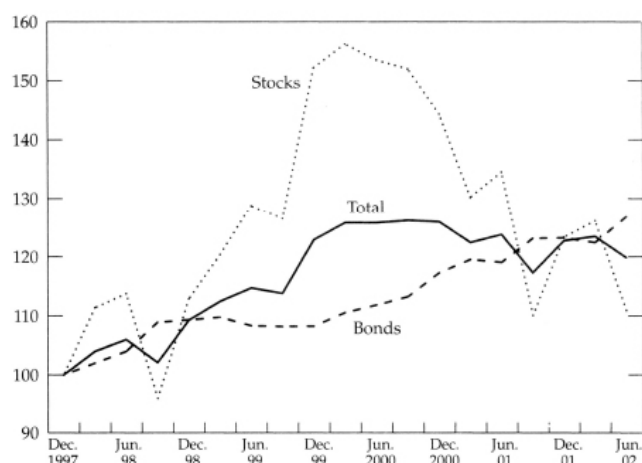
En el año 2000, y siguiendo las recomendaciones de los gestores del Norges Bank, el Gobierno amplía el ámbito geográfico de actuación del Fondo permitiendo la inversión en nuevos mercados emergentes con ciclos económicos poco relacionados con Noruega, el cual, hasta entonces, estaba muy limitado en el mercado europeo y norteamericano que tenían una alta correlación e influencia en la economía noruega<sup>26</sup>. El objetivo era diversificar el universo de inversiones y reducir el impacto que una recesión en el Viejo Continente pueda tener en el país. Por otro lado, también se incrementó la propiedad máxima que podría tener el Fondo en las empresas del 1% al 3% del capital total; de esta forma, el GPF comenzó a operar como un FSI que realiza una gestión e inversión real de la riqueza y no solo como un instrumento de estabilización.

Si analizamos el comportamiento de las inversiones en los primeros años de operación, observamos que la rentabilidad real anual promedio del Fondo en el período comprendido entre enero de 1998 y diciembre de 2001 fue del 3,6%. Este discreto rendimiento de las inversiones se debía a la poca madurez del Fondo, las estrictas líneas de actuación que imponía el Gobierno y la poca diversificación de la cartera de activos. Sin embargo, cabe destacar el buen desempeño de los activos en renta variable incentivaron a que el NBIM siguiera presionando a los políticos para liberalizar aún más el margen de maniobra y riesgos asumibles.

---

<sup>26</sup> Para más información consultar el sitio web del NBIM

#### Gráfica 4: Rendimientos financieros de los activos de renta fija y renta variable



En la gráfica se muestra las tasas de rendimiento acumuladas desde el 1 de enero de 1998 para las carteras de renta fija (*Bonds o Fixed income*) y renta variable (*Stocks*) por separado.

Fuente: Norges Bank

En 2002, el Fondo da un paso más arriesgado en su política de adquisiciones de activos y permite la inversión en bonos no gubernamentales, como los corporativos y los respaldados por hipotecas con mayor riesgo y alta rentabilidad. Ya en 2004, China e India se agregan al universo posible de inversiones. Estos acelerados cambios estratégicos de inversión llevaron también a realizar cambios estructurales de gobernanza, y ese mismo año se establece el Consejo de ética del NBIM con el objetivo de cuidar las inversiones del Fondo y, con el tiempo, lo llevaría a desempeñar un papel protagónico en las futuras decisiones y los cambios estratégicos del GPF.

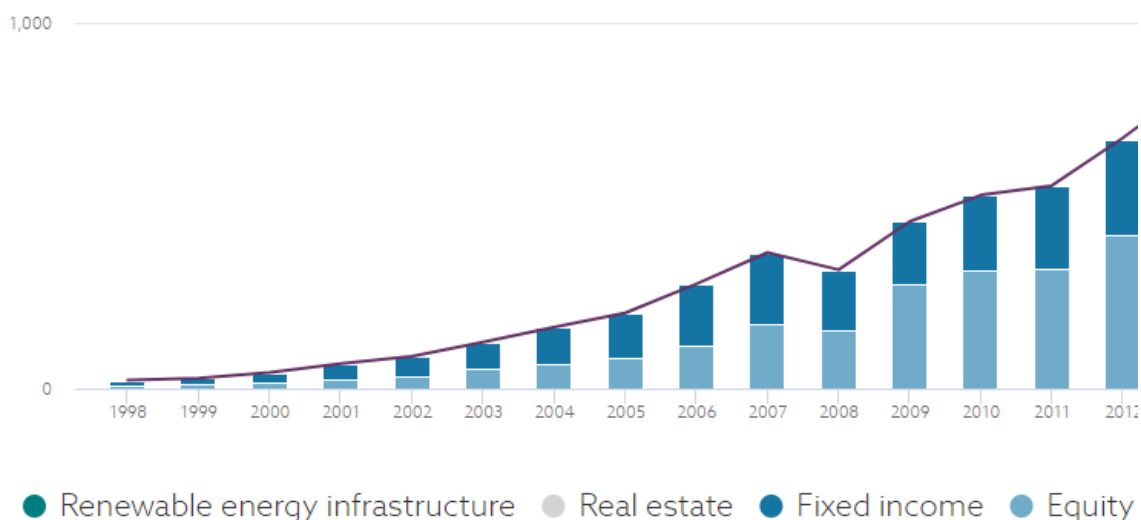
En 2006 se efectuaron grandes cambios estructurales y de operación, por un lado, se establece el **The Government Pension Fund** mediante la aprobación de la ley del Fondo de Pensiones del Gobierno de Noruega en la que se unificaron el Fondo Nacional de la Seguridad Social y el Fondo Gubernamental de Pensiones y, por otro lado, la proporción del peso de inversiones en renta variable sube del 40 al 60% y, de forma asimétrica, el peso de la renta fija baja del 60 al 40%. Además, la propiedad máxima que el Fondo puede tener en el capital total de una empresa pasa de 3% al 5%. Posteriormente, en 2008, este porcentaje se incrementa al 10% y se ha mantenido así desde entonces.

El ajuste de proporción de renta variable en disminución de la renta fija fue un proceso gradual que no se llegó a cumplir hasta el año 2009. Al año siguiente, en 2010, el Gobierno da luz verde para que el Fondo invierta en activos inmobiliarios (*real estate*), tal como lo había propuesto el NB en 2002. Estas inversiones podían ascender hasta un 1'5% del valor de los activos del Fondo - en detrimento de la renta fija. (Ministerio de Finanzas, 2009).

Sin embargo, estas medidas no estuvieron exentas de polémica, ya que tales cambios se estaban produciendo en un momento de crisis e inestabilidad financiera en los mercados bursátiles provocado por la burbuja inmobiliaria en Estado Unidos y parte de Europa, lo que originó un retorno negativo del 23,3% en el año 2008. Como consecuencia de los malos resultados y la presión social, el Ministerio tuvo que reducir el peso de las inversiones de *real estate* del 1'5 al 1%. (Ministerio de Finanzas, 2010).

Pese a la disminución de las inversiones de renta fija, su peso seguía siendo significativo, cabe destacar que hasta el año 2012, el Ministerio determinaba que la mitad de las inversiones de renta fija se debían hacer en Europa, un 35% en África y América, sobre todo en USA y, el restante 15% en los mercados de Asia y Oceanía, con una clara preferencia por activos nipones y australianos. Estas inversiones estaban justificadas porque resultaban más seguras, menos especulativas y de fácil cuantificación en todo momento, lo que permitía conocer el valor del Fondo y mantener la máxima transparencia<sup>27</sup>.

### Gráfica 5: Evolución de la proporción de la renta variable y renta fija del GPF-G



Fuente: NBIM

En resumen, podemos ver como el cambio del modelo estratégico del Fondo ha sido significativo. En el pasado, su actuación era la de un Fondo de estabilización económica con una gestión prudente de inversiones en renta fija más segura pero poco rentable, hasta convertirse en un gran Fondo de inversión operando en distintos mercados financieros, muy diversificado con una clara tendencia en inversiones de renta variable y real estate, más arriesgadas, pero más rentables. Con el objetivo de mantener la mayor transparencia, puesto que todas sus decisiones de inversión y los resultados de estas, son difundidas al detalle en los informes trimestrales y anuales que se presentan ante el Parlamento noruego, los cuales son publicadas en el sitio web del Fondo y por consiguiente de dominio público.

No obstante, los estragos provocados por el colapso de los mercados bursátiles en la crisis financiera del 2008, las abrumadoras pérdidas derivadas del mal desempeño de las recientes adquisiciones en activos de renta variable<sup>28</sup> y las presiones políticas han provocado un periodo de estabilidad y aversión hacia los grandes cambios en política de inversión (Caner & Grennes, 2009). Asimétricamente, se han producido continuos

<sup>27</sup> El Fondo también puede verse como una herramienta de gestión fiscal para garantizar la transparencia en el uso de los ingresos del petróleo.

<sup>28</sup> Según *Financial Times* (2008), NBIM adquirió acciones de Lehman Brothers justo antes del colapso, pero no confirmó inmediatamente los detalles de las pérdidas en su informe del tercer trimestre, sino que se limitó a ofrecer información sobre la tasa de retorno para la cartera total y de renta variable (CANER y GRENNES, 2009).

cambios en política interna en pros de una mejor calidad de gobierno corporativo, reducción de las inversiones especulativas y mayor compromiso por temas sociales y ambientales. Y es que, para el Consejo de ética, ya no bastaba el hacer un uso responsable y reparto equitativo intergeneracional de la riqueza que producía la extracción de gas y petróleo. El nuevo paradigma que el Fondo debía seguir era el de actuar como un referente internacional de que es posible explotar recursos no renovables y hacer una gestión medioambiental responsable, promover cambios dentro de las empresas que repercutan en externalidades positivas para la sociedad y seguir siendo rentable en su funcionamiento.

## 2.2. Consejo de ética

Si bien oficialmente el Fondo está afiliada al Ministerio de Finanzas, la propiedad de estos es de los ciudadanos noruegos, por ello, sus decisiones pueden verse afectadas por el público. Cuando el Fondo inició sus operaciones en los mercados bursátiles, la opinión ciudadana considero que este no solo debía usarse como instrumento de justicia intergeneracional de los recursos, sino que también debería desempeñar un papel activo en la adopción de valores y normas universalmente aceptadas. Y es que, en 1998, la que era por aquel entonces la mayor aseguradora de pensiones de los empleados municipales de Noruega, **Kommunal LandsPensjonskasse (KLP)**<sup>29</sup>, difundió una lista negra de las empresas en las cuales no invertía por actividades poco éticas, y salió a la luz que GPF-G contaba con activos en varias de ellas, lo que resultó vergonzoso.

Debido a este informe y al rechazo ciudadano, en 2002 el Ministerio de Finanzas designa una comisión liderada por Hans Petter Graver, catedrático en Derecho de la Universidad de Oslo, con el propósito de auditar las inversiones que se habían hecho y cuales habían sido las consideraciones al hacerlo (Ministerio de Finanzas, 2002). El informe, titulado “*Informe Graver*”, se entregó en julio de 2003 revelando que las decisiones de inversión fueron tomadas solo con fines rentistas sin discriminar en aquellas empresas que en muchos casos violaban derechos laborales y sus actividades eran un peligro para el ecosistema. En el documento se propuso abrazar valores éticos aceptados internacionalmente en materia de derechos humanos, gobierno corporativo y protección medioambiental según los principios de la ONU y la OCDE.

El informe recalcó la necesidad de adoptar dos obligaciones éticas principales: La primera, consistía en realizar una correcta distribución intergeneracional de la renta petrolera para garantizar rendimientos financieros que logren beneficiar a las generaciones futuras supeditado en el desarrollo sostenible y, la segunda, era que las empresas en las que se puede invertir debían cumplir con una serie de compromisos en materia de derechos y libertades fundamentales. Estas directrices éticas fueron debatidas y luego aprobadas por unanimidad en el Parlamento noruego a finales de 2004, prohibiendo específicamente aquellas inversiones que situaran al Fondo como «un agente cómplice en las continuas violaciones de derechos humanos, daños medioambientales y

---

<sup>29</sup> Para más información consultar el sitio web <https://www.klp.no/>

corrupción de las cúpulas empresariales, lo cual es un riesgo inaceptable». Asimismo, en un esfuerzo por abordar los desafíos que esto implicaba, en esa misma sesión parlamentaria se estableció el Consejo de Ética<sup>30</sup>. (Gobierno de Noruega, 2003).

El consejo funcionaria como un organismo independiente al Ministerio de Finanzas y el Norges Bank, con el mandato de evaluar y comprobar las actividades de las empresas donde se puede invertir siguiendo las directrices éticas establecidas por el Ministerio y, determinar si estas cumplen con los criterios aceptados. Los funcionarios y asesores serán nombrados por el Ministerio por un periodo de tiempo determinado. Asimismo, el consejo de ética estará conformado por 5 miembros designados, un personal de 8 empleados gubernamentales y un presupuesto anual de NOK 9 millones. De ellos se espera una gestión independiente y con los conocimientos teóricos necesarios para establecer las prácticas éticas que, permitan a Noruega, cumplir con los tratados y convenios acordados por la ONU y la OCDE. El objetivo final de dichas directrices es el de dar legitimidad al Fondo ante la ciudadanía noruega, quienes son los propietarios reales.

El Ministerio de Finanzas señala dos mecanismos a seguir para implementar las políticas éticas establecidas: 1) el ejercicio activo de los derechos de propiedad en las empresas en las que el GPF-G invierte, llevado a cabo por NBIM; y 2) poner a las empresas bajo observación y exclusión, basadas en las recomendaciones del Consejo de Ética (Gobierno de Noruega, 2016). Además, el consejo realiza su trabajo en colaboración con ONGs y agentes externos, como KLP, los cuales recaban información sobre empresas sospechosas de realizar actividades prohibidas por los estatutos de inversión responsable. Algunos de los criterios de exclusión establecidos, basados en la conducta, y que representaban un riesgo inaceptable para la visión del GPF-G son: (Gobierno de Noruega, 2002):

- Violaciones graves o sistemáticas de los derechos humanos como asesinato, tortura, privación de libertad, trabajo forzoso, las peores formas de trabajo infantil
- Violaciones graves de los derechos de las personas en situaciones de guerra o conflicto
- Daños ambientales graves
- Corrupción manifiesta
- Otras violaciones particularmente graves de las normas éticas fundamentales.

Por ejemplo, si una empresa participa en la producción directa o indirecta de armas que violan los principios humanitarios fundamentales, se identifica y se excluye del universo de inversión. Igualmente, empresas productoras de tabaco, carbón y otros minerales, quedan excluidas. Dichas empresas son excluidas del universo posible de inversiones y, las que hacen parte de su cartera de activos corren el riesgo de desinversión<sup>31</sup>. Por su parte el Banco Central publica todos los años una “lista negra” de empresas donde no invierten por razones éticas, de esta forma, Noruega ha logrado empujar a que las grandes empresas

---

<sup>30</sup> El Consejo de Ética, encargado de recomendar la observación y la exclusión, se estableció por real decreto en 2004

<sup>31</sup> No es necesario aportar pruebas de contundentes para que el GPF-G tome medidas; la presencia de un riesgo inaceptable es suficiente para desencadenar una respuesta

del mundo cambien sus políticas en muchos frentes y desempeñen un papel más activo en el desarrollo sostenible.

El ejercicio de los derechos de propiedad empresarial del GPF-G se consideran activos en el sentido de que el NBIM es un accionista propietario y está en la obligación de ejercer sus derechos. Por tanto, no solo debe defender sus intereses económicos, sino que también puede asesorar y lograr cambios en el enfoque del gobierno corporativo de su cartera de inversiones para influir en la adhesión y adopción de sus Directrices éticas<sup>32</sup>. Como parte de sus actividades de propiedad se incluyen: propuestas de accionistas, votación en juntas generales, diálogo con empresas, acciones legales, reuniones con autoridades reguladoras y colaboración con otros inversores.

Estas acciones pueden dar la sensación de que tal arbitraje está sujeto a consideraciones políticas, sin embargo, el Ministerio enfatiza que está actuando en su condición de inversionista implicado (*active ownership*) con el objetivo de maximizar el rendimiento real a largo plazo y que los objetivos políticos deberían ser tratados por otros medios, por ejemplo, a través del Ministerio de asuntos exteriores o políticas ambientales<sup>33</sup> (Ministerio de Finanzas, 2016). La promoción del desarrollo sostenible en términos económicos, ambientales y sociales son considerados una condición previa para alcanzar óptimos rendimientos financieros a lo largo del tiempo. Dichos objetivos están en consonancia con los Principios de inversión responsable de las Naciones Unidas ("PRI de las Naciones Unidas") que el Ministerio de Finanzas, como propietario formal del GPF, ha firmado<sup>34</sup>.

Conjuntamente, estudios realizados en materia de gobierno corporativo y finanzas, legitiman el uso de los medios utilizados por los inversores institucionales a la hora de influir en los gobiernos corporativos de las empresas de su cartera. Defiende el hecho que los Fondos puedan levantar la «voz» y hablar directamente con los directivos y administradores para abordar temas de conflictos éticos, política corporativa, votar y proponer cambios en las juntas de accionistas o proponer nuevos directivos y, si sus consideraciones no son tenidas en cuenta, pueden expresar su descontento con la junta ejecutiva y el modelo de gobernanzas desinvirtiendo o amenazando con su «salida».

En octubre del 2007 el Comité Monetario y Financiero Internacional manifestó la necesidad de profundizar en temas claves de inversión responsable para identificar las prácticas más óptimas y correctas en cuanto a los flujos monetarios de los países que

---

<sup>32</sup> *Hasta el día de hoy, el consejo ha asesorado al Norges Bank sobre muchas empresas que violar las reglas éticas. Y la mayor parte del tiempo, Norges Bank siguió su consejo, aunque no es obligatorio que el banco siga el consejo dado (Council on Ethics Government Pension Fund Global, 2017)*

<sup>33</sup> *El Ministerio de Finanzas ha declarado que "corremos el riesgo de perder nuestra credibilidad como inversor financiero si utilizamos el Fondo como instrumento en nuestra política exterior".*

<sup>34</sup> *Las premisas de las Directrices de Ética establecen claramente que la inversión del GPF-G debe generar un rendimiento sólido, supeditado al desarrollo sostenible, y no representar un riesgo inaceptable de complicidad en actos manifiestamente poco éticos, incluidas las áreas de derechos humanos y medio ambiente. (Ministerio de Finanzas, 2016)*

poseen Fondos soberanos de inversiones. En la reunión celebrada el 30 de abril y 1 de mayo del 2008 en la ciudad de Washington, se fundó el **Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión (GITFSI)**<sup>35</sup>, el cual trabajó en la elaboración de un informe para demostrar que las operaciones de los Fondos se realizaban siguiendo solo criterios económicos y financieros, por lo que redactó un conjunto de normas denominadas Principios y Prácticas Generalmente Aceptados (PPGA) que deberían ser adoptadas por los Fondos en sus criterios de selección.

En la reunión del 22 de septiembre del 2008 en Santiago de Chile, el GITFSI consiguió un acuerdo para la adopción de los PPGA, denominados “Principios de Santiago”, en el cual los Fondos soberanos se debían comprometer a tomar medidas para implantar valores y normas universalmente aceptadas en los procesos de inversiones financieras. Tal acuerdo fue facilitado y coordinado por el FMI, y fue presentado al Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI), el órgano asesor del FMI en materia de políticas, en octubre de 2008 en Washington DC.

En consecuencia, después de un proceso de evaluación en profundidad entre el 2008 y 2009, las Directrices Éticas del NBIM, aprobadas en 2004, fueron modificadas el 1 de marzo del 2010 con el propósito de cumplir lo acordado en la reunión de Santiago. Las nuevas medidas que se agregaron para cumplir con las obligaciones éticas representaron pocos cambios en las disposiciones sustantivas de las directrices, ya que el Fondo noruego era un referente en políticas éticas de inversión.

Las expectativas del NBIM sobre criterios de inversión referentes al cambio climático y la gestión del agua pronto se volvieron más estrictos. De esta manera, en 2012, NBIM amplió los dictámenes enfocados al cambio climático en los cuales se incluiría, además de su enfoque actual en materia de emisiones de gases de efecto invernadero y uso excesivo de combustibles fósiles, la prohibición expresa de invertir en aquellas actividades productivas que supusieran la deforestación de selvas tropicales como un medio para la obtención de bienes y productos. Sobre este discernimiento, el Fondo procedió a desinvertir sus acciones en unas veintitrés compañías de elaboración de aceite de palma que tenía en su cartera de inversiones, ya que estaban produciendo aceite de manera insostenible, contribuyendo a la deforestación de la selva tropical. En los últimos años, el NBIM ha seguido publicando documentos en los que expone sus expectativas sociales y medioambientales de las empresas en las que invierte.

### **2.3. Análisis empírico sobre la política de sostenibilidad**

Como sabemos las actividades de producción y elaboración de bienes y servicios de las empresas pueden tener un gran impacto entre las comunidades locales y el medio ambiente. Por ello, para considerar que una empresa desarrolla sus actividades de manera sostenible se debe cumplir con tres pilares fundamentales: económico, social y ambiental.

---

<sup>35</sup> El GITFSI está formado por los siguientes miembros: Australia, Azerbaiyán, Bahrein, Botsuana, Canadá, Chile, China, Corea, Emiratos Árabes Unidos, Estados Unidos, Guinea Ecuatorial, Irán, Irlanda, Kuwait, Libia, México, Noruega, Nueva Zelanda, Qatar, Rusia, Singapur, Timor-Leste y Trinidad y Tobago. Arabia Saudita, Omán, Vietnam, la OCDE y el Banco Mundial participan como observadores permanentes



Compatibilizar estos tres criterios dentro de la cadena de producción es el objetivo de toda empresa que busca el sello de sostenibilidad y, a su vez, son asimilados por el Fondo Noruego para evaluar el desempeño y responsabilidad corporativa de las empresas para que pasen a ser parte de su portafolio de inversiones. Asimismo, debido a las estrictas políticas y criterios de evaluación de riesgo, inversiones sostenibles y desinversión de empresas que lleva a cabo el FSI Noruego se facilita la acción de evaluación y comparación de los puntos de referencia de inversión de mercado y las acciones que realiza. El propósito es responder a las dudas que pueden surgir de sus inversiones en algunos sectores y empresas. Y es que, dada a la poca transparencia y vaguedad de los requisitos de exclusión de algunos grandes Fondos soberanos, en especial los de países del golfo Árabe, el GPF-G es un referente en el mercado y el caso que permite una mejor evaluación de sus acciones.

### Gráfica 6: Esquema de los tres pilares del desarrollo sostenible



*Fuente: Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo de Naciones Unidas*

Desde que el Fondo se guía por sus nuevos paradigmas ha querido demostrar que su compromiso por cumplir los principios de su estrategia de inversión es real. Cabe señalar que el Consejo de Ética ha tenido un papel destacado para lograr acometer cambios en temas de sostenibilidad, responsabilidad y calidad de los gobiernos corporativos de su cartera de activos, lo que demuestran el empeño del GPG-G en conseguir la mejor gestión posible de sus recursos financieros. Acciones como: retirar inversiones de empresas por tener un mal gobierno, representar un peligro para los derechos fundamentales y/o el medioambiente, pueden acreditar su gestión.

Se trata de uno de los FSI más transparentes del mundo (Truman & Bagnall, 2013). Ya que no solo publica una lista de las empresas en las que no invierte por razones éticas, sino que también hace públicas el valor de todas las adquisiciones que conforman su cartera de inversiones. Por otro lado, el NB publica informes trimestrales y anuales en los que se explica el desempeño financiero del Fondo, así como las acciones que ejecutan para lograr mejorar la gobernanza y la responsabilidad social corporativa; en algunas

empresas se han observado mejoras significativas en sus gobiernos desde que el Fondo participa en las decisiones como un socio más en la junta de propietarios.

En noviembre de 2012, NBIM hizo público un comunicado en el que resaltaba la importancia que tiene el buen gobierno corporativo para mantener o incrementar el valor de las empresas en el largo plazo. Según Financial Times, esta nota suponía «un gran cambio en la forma en que opera el Fondo y representa un enfoque más activo en sus inversiones». Cabe destacar que el Fondo mantiene, por estatutos, una posición minorista en prácticamente toda su cartera, tan solo en 37 compañías supera el 5% del total de las acciones y solo en cuatro empresas ese porcentaje es más del diez por ciento. No obstante, las políticas del Fondo no siempre se ajustan a la realidad de los hechos. Y es que, a pesar de que el GPG-G sostiene que su compromiso por cumplir con los principios éticos es el referente a la hora de decidir las inversiones, observamos algunas contradicciones revisando las compañías que componen sus inversiones.

En los estándares de exclusiones e inversiones sostenibles del Fondo queda claro que no se puede invertir en sectores como empresas armamentísticas o productoras de tabaco, lo cual se puede decir que cumple. Sin embargo, cuando hablamos de temas como compañías mineras o que generan contaminación e impacto ambiental podemos observar una “mayor flexibilidad” en estos criterios. Por ello, indagaremos en algunos casos en los que el Fondo y las empresas de su cartera de activos no cumplen con los criterios de sostenibilidad.

Por ejemplo, en un informe elaborado recientemente por Greenpeace (Masía, 2022) en el 2021 sobre las compañías que más contaminan en el mundo, se observa que entre las diez primeras que más residuos plásticos generan, el Fondo mantiene participaciones por un valor de 24.000 millones de dólares en nueve de ellas, lo que representa un 2% del valor total de las inversiones del Fondo. Entre estas encabezan la lista empresas como The Coca Cola, Pepsi Col, Unilever y Nestlé, siendo esta última la quinta empresas con mayor volumen de inversiones del Fondo. Sin embargo, el caso Nestlé ha generado más controversias en los últimos años.

En 2018, Nestlé se enfrentó al hecho de perder el sello del aceite de palma sostenible por ser poco transparente con los proveedores directos e indirectos que contribuyen a la cadena de suministros<sup>36</sup>. La **Roundtable on Sustainable Palm Oil (RSPO)** denunció que la empresa suiza había incumplido con el código de conducta al no acreditar que tal ingrediente estaba siendo obtenido sin dañar el hábitat natural. La multinacional no quiso facilitar los informes anuales correspondiente a los ejercicios 2016 y 2017, en los cuales debía explicar sus esfuerzos para promover el uso sostenible de aceite de palma<sup>37</sup>. Tras un proceso de escrutinio de sus proveedores, la productora de alimentos afirmó a finales de 2021 que el 91% del aceite que utilizaba había sido calificado como “libre de deforestación” y el 71% como producido de manera sostenible. A su vez, advirtió a sus proveedores que si no corrigen sus problemas para la obtención de la materia prima

---

<sup>36</sup> Nestlé acusada de comprar aceite de palma a productores investigados por causar incendios en Indonesia (OK Diario, 2019)

<sup>37</sup> Nestlé lleva dos años sin acreditar que su aceite de palma se ha obtenido sin causar daño al medio ambiente o a la sociedad, (M. Valero, 2018)

«tomaran medidas», estas acciones le salvaron de perder el sello de sostenibilidad. En el año 2022, Nestlé anunciaba que cortaba sus vínculos con la empresa indonesia Astra Agro Lestari (AAL)<sup>38</sup>, la mayor productora de aceite de palma del mundo.

La controversia está en que el periodo comprendido entre 2012 y 2015, el Fondo Noruego se deshizo de sus inversiones en empresas productoras de aceite «tras evaluar los riesgos de daños medioambientales»<sup>39</sup>, entre las cuales se encontraba la compañía Astra Agro Lestari (AAL), la cual enfrentaba denuncias y procedimientos judiciales por desalojos forzosos, acaparamiento de tierras, violación de derechos humanos, deforestación de selva y hábitat natural de especies en peligro de extinción<sup>40</sup>. Lo cual eran hechos intolerables que impedían que la empresa siguiera siendo parte de la cartera de activos del Fondo. Sin embargo, siguió siendo uno de los principales proveedores de Nestlé durante varios años más, hasta que las acusaciones contra la compañía suiza hicieron que esta se fuese desvinculando de comprar directamente a AAL, pasando a recibir el producto a través de sus intermediarios, hasta que por fin ha tomado las medidas necesarias para evitar que entre en su cadena de suministro directa o indirecta<sup>41</sup>.

Otro caso es el de las petroleras, en 2022, el Fondo volvió enfatizar su compromiso contra el cambio climático al decir que su propósito es que toda su cartera de inversiones este conformada por compañías que certifiquen su objetivo de neutralidad energética de emisiones de CO2 en el 2050. Actualmente, solo el 10% de los valores cumplen con este principio acordado en los Acuerdos de París dentro del marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático de 2016. Además, el NBIM ha advertido que se deshará de las inversiones en todas aquellas compañías que no certifiquen que sus proyectos de inversión corporativa están alineados a lograr cero emisiones netas de gases de efecto invernadero (GEI) en 2050. Dicho de otro modo, que no contribuyan a retrasar la transición energética hacia la sostenibilidad.

Sin embargo, en años recientes el sello de sostenibilidad corporativa ha perdido peso en los portafolios de inversión de Fondos privados y soberanos que toman sus decisiones de inversión según parámetros ambientales, sociales y de gobernanza corporativa. Y es que, la guerra en Ucrania, la crisis de suministros de materias primas y otros bienes, la debilidad de los mercados financieros y la volatilidad ha conseguido que se imponga el realismo económico a las políticas económicas alineadas en reducir las emisiones de CO2. Ya que a pesar del anuncio de NBIM de reducir las inversiones que no certifiquen el objetivo de neutralidad energética de emisiones de GEI para 2050, el Fondo ha aumentado posiciones en algunas compañías del sector hidrocarburos como Cepsa o Repsol a raíz de la guerra en Ucrania. No obstante, este movimiento del GPF-G no se trata de una acción aislada dentro del mercado financiero y un giro en las políticas sostenibles que defienden

---

<sup>38</sup> *El productor de alimentos suizo Nestlé eliminará el aceite de palma de la polémica empresa indonesia Astra Agro Lestari (AAL) a finales de este año (Swissinfo.ch, 2022)*

<sup>39</sup> *A causa de una nueva política contra la deforestación, el Fondo de Inversión de Noruega retira su participación de 23 empresas de aceite de palma, (Mongabay.com, 2013)*

<sup>40</sup> *Astra Agro Lestari en Indonesia: Continúa la penalización, los abusos de los derechos humanos y el acaparamiento de tierras, (FIDH, 2022)*

<sup>41</sup> *Nestlé pone satélites para controlar el aceite de palma tras estar a punto de perder su sello, (Cotizalia, 2018)*

los Fondos soberanos y privados. Por ejemplo, hace dos años Black Rock, la empresa de gestión de inversiones considerada como la más grande del mundo en gestión de activos, anunciaba que iba a reorientar todas sus inversiones para lograr que sean más sostenibles. Sin embargo, recientemente ha agitado los mercados al cambiar de opinión al anunciar que no apoyará la mayoría de las resoluciones de los accionistas sobre cambio climático en 2022, y no lo hará porque a su juicio «se han vuelto demasiado extremas y no se ajustan a la realidad del mercado»<sup>42</sup>.

Pese a que las estrategias de inversión de otros Fondos soberanos y privados difieren mucho en cuanto a la diversificación del modelo táctico noruego, suelen alinear sus objetivos en materia de cambio climático, a pesar de que defienden posiciones de inversión responsable y sostenible diferentes. No obstante, cuando se enfrentan a alteraciones en el mercado que se pueden materializar en pérdidas considerables o una oportunidad favorable para invertir, muchas de sus consideraciones ambientales quedan en la retaguardia en la lucha por conseguir la mayor rentabilidad o la menor pérdida monetaria posible. Estos cambios de decisiones demuestran que los juicios morales, el compromiso ambiental y responsabilidad corporativa que justifican las políticas de inversión sostenible de transición energética deben estar basadas en la competitividad y no solo se trata de sustituir hidrocarburos por energías limpias y renovables. El cambio real de debe basar en la idea de que es posible explotar recursos no renovables y hacer una gestión medioambiental responsable si se cambia el modelo centralizado de obtención de energía a un modelo de generación distribuido, tal como recogen las directrices europeas.

De cualquier forma, las acciones del Fondo Noruego, Black Rock y otros grandes inversores como Meridian, han supuesto un respiro para las petroleras y servidores que sentían la presión de sus políticas ambientales en el sector energético. Aun así, cabe destacar que pese al giro del GPF-G hacia una mayor participación en petroleras, el Fondo sigue defendiendo que su compromiso medioambiental no ha cambiado y que la decisión de aflojar la presión a las petroleras es algo coyuntural. Sin embargo, expertos noruegos coinciden en que la clave del Fondo noruego para contrarrestar las pérdidas millonarias que ha experimentado en 2022 radica en que el Estado ha aumentado considerablemente su inversión en petróleo y gas casi siete veces más que su inversión en energías sostenibles y red eléctrica, mientras que insta al resto del mundo a reducirlo.

Pese a las advertencias del NBIM de su compromiso medioambiental, Noruega será el país europeo que más se puede beneficiarse por la guerra en Ucrania. Actualmente, Noruega producen alrededor del 2% del crudo mundial, y provee un 25% de la demanda de gas natural de Europa, siendo el segundo mayor proveedor después de Rusia. Sin embargo, el conflicto y las sanciones a Rusia han cambiado las predicciones de ventas que a principios de año el Gobierno Noruego había estimado para el 2022. En un principio esperaban percibir por las ventas de hidrocarburos unos 29.000 millones de euros, pero esta cifra podría incrementar hasta los 179.000 millones de euros según un estudio del Nordea Merkets<sup>43</sup>. No debemos olvidar que el Fondo se nutre en buena parte de las ventas de gas y petróleo, lo cual genera cuando menos inconsistencias.

---

<sup>42</sup> Black Rock fastidia los planes de los activistas ecológicos, (Cinco Días, 2022)

<sup>43</sup> Noruega se debate entre la lluvia de millones y la mala conciencia por la guerra en Ucrania, (El Mundo, 2022)

Por otro lado, podemos observar otros casos que nos pueden resultar contradictorio en los compromisos ambientales del Fondo, por ejemplo, un último estudio sobre las empresas que generan más contaminación y emisiones de GEI de las diez primeras, el Fondo invierte en tres de ellas<sup>44</sup>, paradójicamente, compañías petroleras como Gazprom, Exxon Mobil y Royal Dutch Shell, además de otras grandes del sector energético como British Petroleum, BHP Group, Jiangxi Copper o la minera Rio Tinto PLC, la cual genera mucho de sus beneficios en la explotación de carbón, una actividad prohibida en los criterios de inversión del GPF-G. Cabe añadir que empresas del sector tecnológico como Apple o Tesla han recibido críticas por el uso excesivo del cobalto, lo cual ha contribuido a que, en países productores, como el Congo, surjan minas ilegales en las cuales se emplea mano de obra infantil en las explotaciones<sup>45</sup>. Sin embargo, podríamos decir en favor del Fondo que ha eliminado de su cartera de acciones en los últimos años cuatro compañías canadienses por su alto nivel de emisiones de CO<sub>2</sub> y extracción de hidrocarburos no convencionales con gran impacto ambiental como las arenas bituminosas o fracking<sup>46</sup>.

No es la primera vez que el Fondo envía una señal a los mercados retirando sus participaciones de empresas que generan contaminación, pero a pesar de su activismo ecológico, no debemos olvidar que la trayectoria y el crecimiento del Fondo noruego está absolutamente ligada a los hidrocarburos. En cualquier caso, creemos que el debate moral radica en el hecho de que si Noruega y el Fondo deben lucrarse de las ventas que producen la extracción de energías no renovables en el mismo mundo en el que aboga y exige a las compañías en las que invierten que sean más sostenibles y renuncien al uso de toda fuente de energía que suponga un retraso en el proceso de descarbonización y emisiones de CO<sub>2</sub> de sus sistemas de producción. Sin embargo, las instituciones noruegas no pueden eludir la realidad del origen de su riqueza y Estado del Bienestar del cual disfrutan sus ciudadanos y, al cual no están dispuestos a renunciar tan fácilmente. Y, aunque el fuerte impacto económico y las pérdidas millonarias que ha tenido el Fondo a raíz de la guerra en Europa del Este, en el horizonte se les presenta una gran oportunidad para recuperarse de los daños provocados por la crisis, cabe recordar que el gobierno se queda con el 78% de los beneficios que producen la extracción de gas y petróleo.

### **Gráfica 7: Tabla de verificación del cumplimiento relativo a la compatibilidad de las inversiones del Fondo Soberano de Noruega en materia de Desarrollo Sostenible**

Para la realización del contenido expuesto a continuación, hemos tomado como argumentos bibliográficos los informes elaborados por autoridades competentes en materia de protección ambiental, derechos fundamentales y gobernanza corporativa. Asimismo, hemos tenido en cuenta noticias y artículos periodísticos que nos permiten evaluar el cumplimiento de los criterios de inversión del Fondo.

---

<sup>44</sup> Estas 12 empresas son responsables del 22% de las emisiones globales de CO<sub>2</sub>, (Diario Ecología, 2022)

<sup>45</sup> Apple, Google, Tesla o Microsoft se encuentran entre los nombres de una demanda presentada en Estados Unidos que les acusa de "tener conocimiento" de que el cobalto utilizado en sus productos podría estar relacionado con explotación infantil, (BBC News, 2019).

<sup>46</sup> Petrolera noruega abandona las arenas bituminosas canadienses, (RCI, 2021)

Criterios	Consideraciones	Cumple	Cumple parcialmente	No Cumple	Observaciones
Emisiones de CO2 y otros GEI	El Fondo debe desligarse de todas aquellas inversiones que supongan un retraso en la transición energética y no cumplan con los objetivos medioambientales, es decir, no invertir en compañías que generen un exceso de emisiones de GEI en sus sistemas de producción de bienes y servicios.		X		Aunque el Fondo sostiene que su compromiso medioambiental no ha cambiado y ha enviado señales a los mercados saliendo de compañías que violan los estándares de emisiones de GEI, dichas acciones se han visto más como una forma de legitimar su «compromiso». Ya que, en la práctica, las desinversiones se han llevado en empresas donde el capital invertido era reducido. Sin embargo, ha mantenido sus posiciones en tres de las diez compañías que más contribuyen en emisiones CO2. Estas empresas se encuentran dentro de las 50 primeras en su cartera de más de 9300.
Contaminación y otros residuos	Protección de los ecosistemas, océanos y hábitats naturales de los daños que producen los residuos industriales y derivados del uso de los productos.			X	En este punto, se puede considerar que el incumplimiento es más evidente. El Fondo mantiene posiciones en nueve de las diez empresas que más contaminan en el planeta a través de sus residuos de producción y los que posteriormente generan sus consumidores. El impacto ecológico en los océanos y ecosistemas no han sido suficientes justificaciones para reducir o deshacerse de tales inversiones y, por el contrario, han aumentado posiciones en algunas de estas compañías. Tal comportamiento e inacción del NBIM pueden considerarse como un incumplimiento de sus criterios.
Impacto ambiental de la cadena de suministros	Certificar la sostenibilidad de las materias primas que entran dentro de la cadena de producción de las empresas. El objetivo es garantizar que estos son obtenidos con el menor impacto ambiental posible en su extracción.		X		El ejecutivo noruego ha intentado desligarse de aquellas inversiones que supongan una directa participación del Fondo en empresas que no obtienen de manera sostenible sus recursos productivos. Sin embargo, se han mantenido inversiones directas en compañías que no garantizan la sostenibilidad de los proveedores que entran dentro de su cadena de suministro, caso de la multinacional Nestlé o las grandes productoras tecnológicas y la forma en las que se proveen de minerales, como cobalto, de manera irregular o con dudas de su procedencia.
Recursos minerales y otros no renovables	Los estatutos del Fondo prohíben taxativamente las inversiones en explotaciones de carbón y otras actividades mineras que supongan un gran daño a los ecosistemas			X	El Fondo mantiene inversiones en empresas del sector carbón como Río Tinto PLC, así como en otras empresas que mantiene una evidente conexión directa o indirecta con la explotación de este mineral. Asimismo, mantiene inversiones considerables en muchas compañías petroleras y del sector primario que han sido acusadas de perjudicar los ecosistemas con sus actividades.
Sostenibilidad de las inversiones	Diversificación del riesgo de las inversiones en distintos mercados geográficos ha influido positivamente en el crecimiento exponencial del Fondo.	X			El Fondo noruego ha logrado rentabilizar los ingresos derivados de los excedentes que produce las ventas de hidrocarburos de una manera asombrosa. El fuerte control del gobierno, la descentralización en la gestión de los recursos monetarios del poder ejecutivo para evitar casos de corrupción o desvíos de recursos, así como la apuesta por la diversificación del Fondo en distintos mercados geográficos, han sido claves para su éxito. Ha logrado en menos de 30 años convertirse en el mayor Fondo soberano del mundo.
Gobiernos corporativos y naciones	Evitar o desinvertir en aquellas compañías que enfrenten casos de corrupción, una mala gestión de los gobiernos corporativos o violen los derechos de los trabajadores. Asimismo, el Fondo no puede invertir en países sancionados por la ONU.	X			Los nuevos paradigmas y criterios de inversión son más sensibles en temas como corrupción y violaciones de derechos laborales por parte de las corporaciones y gobiernos nacionales. El Fondo ha logrado desligarse de aquellas inversiones empresariales que enfrentan o han enfrentado problemas de gestión; en años recientes el Fondo ha mantenido una actitud activista en las empresas donde invierte tratando temas como la brecha salarial entre hombres y mujeres o los altos sueldos de los directivos. Por otro lado, no invierte capitales en gobiernos sancionados por la ONU.
Derechos humanos y otros derechos fundamentales	El Consejo de ética prohíbe aquellas inversiones que supongan poner al Fondo como «un agente cómplice en las continuas violaciones de derechos humanos por la corrupción de las cúpulas empresariales, lo cual es un riesgo inaceptable»	X			El Fondo tiene políticas muy sensibles en cuanto a temas de derechos humanos, actuando de forma rápida y decisiva ante cualquier peligro o duda que surja respecto a violaciones de derechos fundamentales en las empresas en las que mantiene participaciones. Se desliga de ellas y son incluidas en su lista negra. Sus acciones al respecto no dejan duda del compromiso real del Fondo por cumplir con este criterio.

## Capítulo III: Comparativa y evaluación del Fondo

### 3.1. ¿Por qué el modelo noruego es distinto?

Basándonos en la evidencia empírica, podemos decir que el modelo de gestión y supervisión del The Government Pension Fund que Noruega ha ido desarrollando y actualizando a través de los años es su principal rasgo distintivo. El éxito del modelo noruego está basado en una definida estructura de política financiera y asignación de competencias que han permitido al Fondo desarrollar estrategias en materia de gestión, inversión, control y supervisión de las operaciones que se efectúan con el fin de cumplir los objetivos fundacionales del mismo. Este nivel de eficiencia administrativa ha requerido un alto grado de consenso entre las autoridades competentes para asegurar el normal funcionamiento del Fondo, garantizar su transparencia y establecer los parámetros de rendición de cuentas de las actividades que se realizan<sup>47</sup>. Sin olvidar el hecho de que todas las políticas organizativas y operativas del Fondo están sujetas a la opinión pública del ciudadano, lo que ha contribuido a lograr una mejor gestión.

No obstante, consideramos que es preciso resaltar otras características que son claves para entender lo que hace diferente al modelo noruego de otros. Por ejemplo, en el momento de su fundación el Banco Central de Noruega tenía una larga experiencia en la administración de las reservas de divisas y un buen funcionamiento de los sistemas de información y, adicionalmente, en temas de política financiera de las operaciones del banco central existía una larga tradición de transparencia en el país. De hecho, el convenio entre el Ministerio de Hacienda, al que está afiliado el Fondo, y el Banco Central, que dirige la gestión operativa del mismo, ha ayudado a tener un buen órgano de gobierno y a establecer claramente los deberes y responsabilidades de las partes. De igual manera, ambas partes entendieron desde el primer momento que la fuente de riqueza petrolera del Fondo no sería un ingreso permanente para financiar el gasto público o las inversiones que realizan, por lo que se tendría que implantar las medidas necesarias para garantizar la supervivencia del Fondo una vez se hayan terminado los flujos monetarios provenientes de la venta de hidrocarburos, así como lograr la equidad intergeneracional.

Por ello, debemos destacar los cambios ejecutados para lograr los objetivos estratégicos fundacionales del Fondo: rentabilizar los ingresos de la venta de gas y petróleo. Y es que, desde su salida al mercado, el Fondo ha dado un giro de 180° en su estrategia de inversión, pasando de ser un inversor pasivo poco diversificado, con una postura reacia al riesgo, apostando por títulos de renta fija o aquellos que permitan una liquidez inmediata y que estén cotizado en bolsa para poder cuantificar en cualquier momento el valor de las inversiones. Sin embargo, hoy en día el Fondo muestra una clara preferencia por activos de renta variable e inversiones más arriesgadas que generan grandes beneficios, lo que le ha permitido al Fondo triplicar su inversión inicial. Si bien es cierto que en el último ejercicio fiscal el GPF-G ha sufrido una de sus mayores pérdidas económicas, el Fondo ha dado beneficios casi todos los años desde su creación.

---

<sup>47</sup> En el índice LMT el GPF-G obtuvo una puntuación de 10 sobre 10. Lo que lo sitúa como un referente en transparencia y buen gobierno administrativo y es elogiado por los medios de comunicación de todo el mundo por liderar las empresas de inversión responsable por motivos éticos y sociales (Clark & Monk, 2010)

Si bien es tema de otra investigación plantearse si la riqueza de otros países con FSI es mayor que la de Noruega, el modelo noruego ha demostrado ser más eficiente en la creación de capital a partir de las inversiones realizadas. Además, de hacer un uso más equitativo de sus recursos y con mejor visión a largo plazo. Y es que es un hecho que Noruega ha conseguido desarrollarse y hacerse rica gracias a sus recursos naturales, lo que la ha llevado a la cima de la economía mundial. El país suele encabezar los primeros puestos en las listas que miden indicadores económicos y de bienestar social. Por ejemplo: es uno de los países con mayor PBI per-capital, mayor renta per capital y mantiene niveles estables de deuda pública entorno al 40% de su PBI, lo que dista mucho de otros países como España, cuya deuda ha superado ya el 100% del PBI o Japón, cuya deuda pública supera más del 230% del PBI. Por otro lado, en indicadores que miden parámetros de calidad de vida, Noruega ocupa el primer lugar en el Índice de Desarrollo Humano (IDH), además de ser unas de las naciones con menor coeficiente de GINI<sup>48</sup>, es decir, con menor desigualdad entre ricos y pobres.

Sin embargo, debemos también destacar la visión a largo plazo que han tenido los sucesivos Gobiernos noruegos para lograr estos niveles de desarrollo económico y bienestar. Ya que, a diferencia de otros países que han encontrado gas y petróleo, el país escandinavo supo poner límites a la industria de hidrocarburos para que no destruyera o hiciera desaparecer otros sectores de la economía nacional. Mientras que otros países han optado por modelos económicos que destinaban gran parte de su fuerza laboral a sus respectivos sectores de materias primas, creando una fuerte dependencia económica que es más susceptible a las alteraciones de los mercados y limita el desarrollo de una economía diversificada, caso de Venezuela o países del Golfo Pérsico. Noruega no desmantelo su industria previa al descubrimiento de hidrocarburos, por ejemplo, la pesquera, para enfocarse en la producción y extracción de sus yacimientos. De hecho, impuso límites y desincentivo a la población para que no todos optaran por este sector industrial y no convertirse en nación dependiente de sus recursos naturales. Por el contrario, utilizo los beneficios generados por la comercialización de hidrocarburos para mejorar y desarrollar la red industrial existen con el objetivo de conseguir una económica más dinámica con la cual poder hacer frente a las fluctuaciones que se puede presentar en el mercado de precios del petróleo y sus derivados. El objetivo era utilizar la riqueza temporal que es el gas y petróleo para construir las bases de una economía independiente que en el futuro no se vea tan afectada cuando sus recursos naturales se acaben. No obstante, a pesar de las limitaciones puesta a la producción petrolero por el gobierno, los beneficios siguieron llenando las arcas públicas.

En este punto debemos destacar otra acertada decisión económica de Noruega, ya que, en vez de repartir la riqueza entre sus ciudadanos, emprender proyectos faraónicos de infraestructura pública o bajar los impuestos, que, por cierto, son unos de los más altos del mundo, el gobierno decidió guardar ese dinero y estudiar cual sería la mejor forma para hacer un buen uso de esta riqueza, lo que termino dando origen tiempo después al Fondo Soberano de Noruega. A diferencia de otros países, como Qatar o Emiratos Árabes Unidos que han malversado o dado un uso menos equitativo o eficiente al dinero procedente del petróleo, destinándolos a infraestructura para «modernizar» el país, adquirir empresas en el extranjero, entre otros. Aquí radica otra clara diferencia del

---

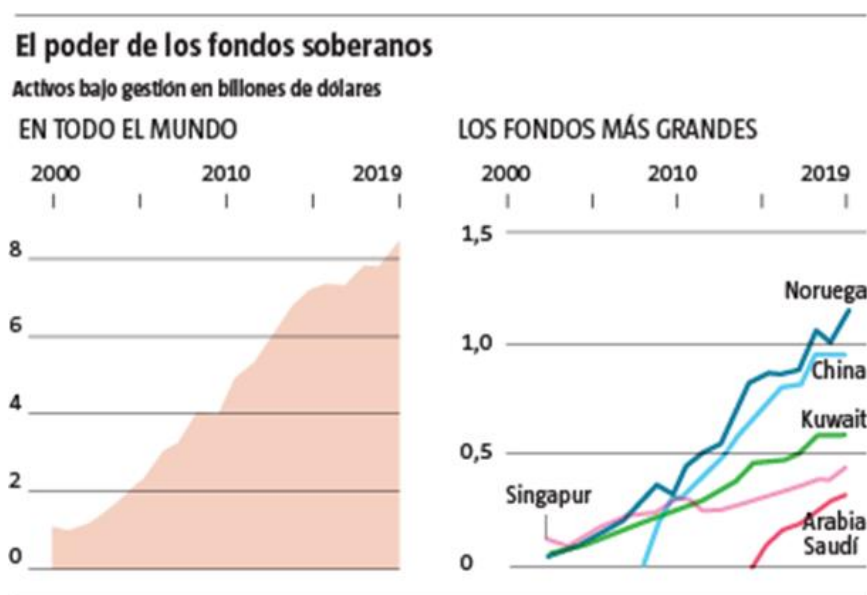
<sup>48</sup> Índice de GINI por países, Expansión 2020. <https://datosmacro.expansion.com/demografia/indice-gini>



modelo noruego, aunque también se puede interpretar como algo más ideológico: el uso responsable de la riqueza del país supeditado a la opinión de sus ciudadanos. Si bien es cierto que el dinero del GPF-G pertenece a todos los ciudadanos noruegos, nadie puede solicitar o hacer uso exclusivo de una parte de ello. Por el contrario, este dinero está muy regulado y solo se pueden utilizar los beneficios y exclusivamente destinarlo a financiar los servicios básicos como educación, sanidad, infraestructura, financiar el gasto público en tiempos de crisis o reinvertirlo de nuevo en el propio Fondo.

Podríamos seguir nombrado más diferencias plausibles entre los modelos de gestión del Fondo Soberano de Noruega respecto a los FSI de otros países, pero consideramos que los más relevantes son los expuestos anteriormente sin menospreciar otros a considerar.

**Gráfica 8: Evolución de los activos bajo gestión en billones de dólares de Noruega y sus competidores directos en el mercado (China, Kuwait, Singapur y Arabia Saudí)**



Fuente: *The economist*

### 3.2 Rentabilidad histórica del Fondo Soberano Noruego

Los últimos datos ofrecidos por el FSI noruego dan una rentabilidad del 14,5% en 2021. Y en termino más generales, estos datos elevan la rentabilidad media del Fondo desde su fundación hasta el 6,62%. Para entender porque la media es tan baja, debemos recordar que en un principio las estrategias de inversión conservadora del Fondo en sus primeros años dieron pocos beneficios, sin embargo, desde que aumento el peso de la renta variable y el GPF-G diversifico su cartera y área geográfica de inversión, el crecimiento ha sido espectacular y han cerrado años con grandes rendimientos financieros.

**Gráfica 9: Cifras históricas claves de rentabilidad, datos anualizados**

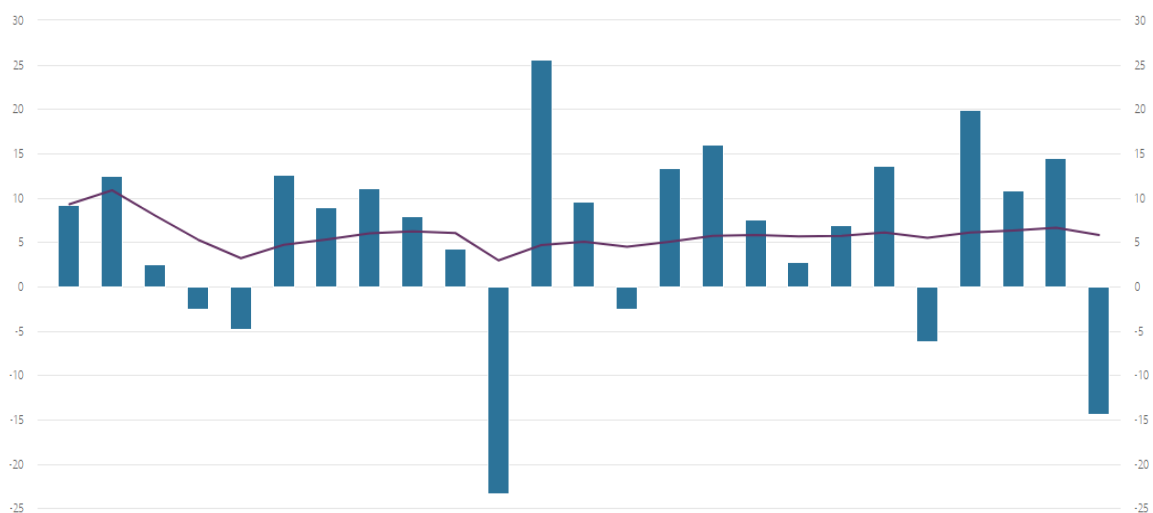
	Desde 01.01.1998	últimos 15 años	últimos 10 años	últimos 5 años	Últimos 12 meses <sup>2</sup>
Rendimiento del fondo (porcentaje)	5.81	5.51	7.51	5.48	-10.43
Rentabilidad relativa del fondo (puntos porcentuales) <sup>1</sup>	0.32	0.20	0.38	0.50	1.54

Fuente: NBIM

Si analizamos cual ha sido el comportamiento de los beneficios del Fondo desde su creación en 1995 hasta los últimos datos del 2021, podremos observar que solo ha tenido pérdidas en seis años. Aun a la espera de saber cuál será el comportamiento en el año 2022, que se espera sea negativo ante las importantes pérdidas que ha experimentado el Fondo<sup>4950</sup>. Aun así, los datos de este no dejan de ser impresionante.

### Gráfica 10: Rentabilidad anual y rentabilidad anualizada acumulada

En porcentaje al 30 de junio de 2022



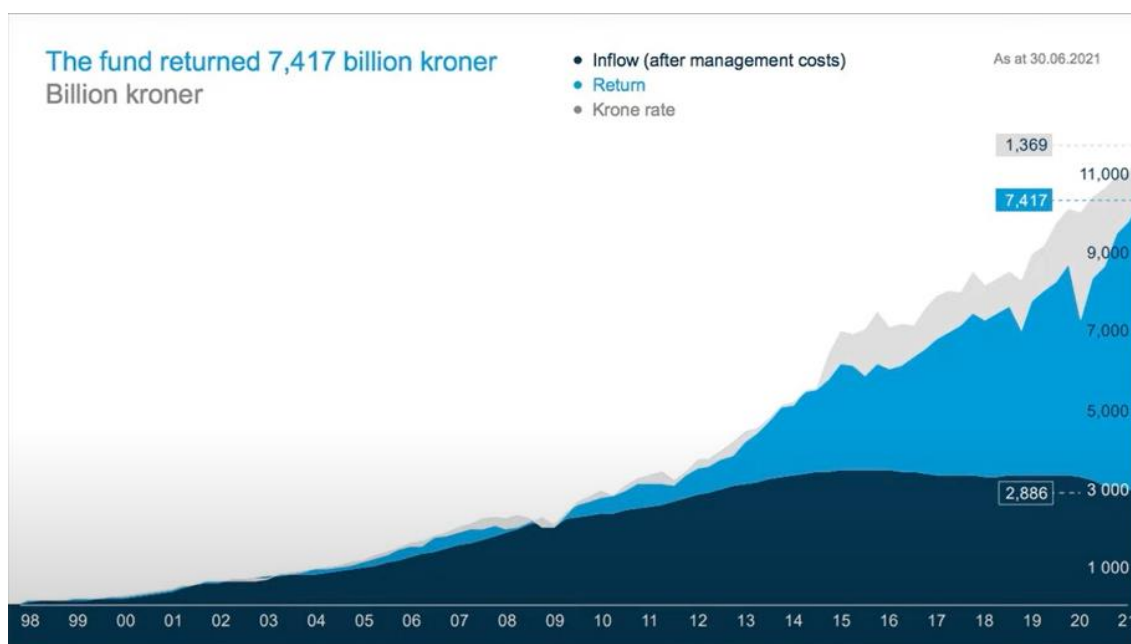
Fuente: NBIM

En la siguiente imagen podremos observar como el modelo noruego y las decisiones de inversión sostenible y responsable del GPF-G han ayudado al crecimiento del Fondo a la par que promueve sus objetivos éticos. Al igual que puede ayudar a desmentir el mito de que Noruega es rico solo porque vende gas y petróleo. Sin embargo, en la siguiente imagen podemos ver como los beneficios (Returns) triplican el capital proveniente de la venta de hidrocarburos (Inflow). Es decir, Noruega ha ganado tres veces más dinero con los beneficios que generan las inversiones que realiza que con el dinero que aporta el Estado.

<sup>49</sup> El Fondo Soberano Noruego perdió más de 170.000 millones de euros en seis meses, (La Voz de Galicia, 2022)

<sup>50</sup> Cuatro gráficos que explican las pérdidas históricas del Fondo de Noruega, (El economista, 2022)

## Gráfica 11: Patrimonio acumulado por el Fondo Soberano de Noruega



Fuente: *The economist*

Evidentemente, que al contar con la riqueza acumulada que tenía Gobierno Noruega de los excedentes de la venta de gas y petróleo y los superávits presupuestarios, dieron soporte para la creación del Fondo y ayudar a mantener el superávit público, lo que evitaba la necesidad de tomar dinero de este. Sin embargo, la misma legislatura contemplaba tal posibilidad de usar los beneficios del Fondo para financiar el gasto público mediante la «regla fiscal del 4%». Es decir, la cantidad máxima de ingresos fiscales petroleros que se puede transferir del Fondo al presupuesto del gobierno central para cubrir el déficit público no petrolero (déficit del gobierno central que excluye los ingresos netos procedentes de la actividad petrolera), de modo que su efecto sea neutro para la actividad económica nacional. Según esta regla, solo el 4% de la rentabilidad neta esperada del Fondo puede ser transferida al presupuesto del gobierno para que el mismo no haga un uso desproporcionado de los beneficios.

### 3.3. Futuras líneas de investigación para comparar el modelo noruego con otros Fondos

#### Eficiencia de las directrices del consejo de ética: ¿Ha conseguido el GPF-G transmitir sus valores éticos a todas las empresas en las que invierte?

Ya conocemos cuales son las directrices éticas y las estrategias de inversión responsable que utiliza el Fondo para invertir y generar valor económico y corporativo, pero, si una empresa sigue cada una de las pautas establecidas en la agenda de Noruega, ¿puede una compañía generar una mayor rentabilidad económica a la par que construye un mejor gobierno corporativo? Es decir, entendemos que el objetivo del Fondo es fomentar que las empresas realicen sus actividades económicas dañando lo menos posible el medio ambiente o la sociedad en general. Sin embargo, se deberían considerar las diferencias entre las empresas por sectores.

Evidentemente, algunas empresas generan un menor impacto ambiental o social al obtener los bienes y servicios que produce. No obstante, otras industrias como las petroleras o las mineras crean mayores externalidades negativas. Por lo que, se debería evaluar si el modelo de inversión sostenible y responsable noruego puede ser igual de eficiente en todos los sectores en los que las empresas de su cartera operan.

### **Modelo Noruego de inversiones: el mejor referente a seguir o existe una alternativa con objetivos similares**

En este trabajo se ha estudiado la forma en la que Noruega gestiona su riqueza y utiliza el Fondo como un instrumento político para incentivar los cambios organizativos y modelos de producción para que sean más sostenibles, pero, a pesar de que podemos considerar que sus intenciones son las mejores, estas se promueven mediante una coacción pasiva que se ve legitimada por el objetivo perseguido. Por lo que, consideramos que sería interesante comparar las estrategias que utiliza el GPF-G para incentivar los cambios dentro de las empresas de su cartera con otra(s) estrategia(s) menos o más flexibles que realizan otros Fondos europeos, americanos o asiáticos para intentar cumplir los mismos objetivos: sostenibilidad ambiental y responsabilidad corporativa.

### **Conclusiones**

Considero que la hipótesis planteada en la investigación que he realizado determina que, si bien algunos factores como la constante aportación de los ingresos de las ventas de hidrocarburos han dado soporte financiero para que el GPF-G haya crecido, el éxito de este radica en los beneficios obtenidos de la estrategia de inversión. Tales inversiones se han fundamentado y han seguido las pautas éticas y responsables que el Fondo ha tenido desde sus primeros años, lo que le ha permitido crecer y convertirse en el poderoso instrumento financiero y político que es hoy. Posicionándose como un fuerte defensor y referente de los modelos económicos sostenibles como única opción para garantizar la transición energética, la protección de los ecosistemas y derechos sociales. Lo expuesto anteriormente me permite aceptar la hipótesis de que es posible generar valor económico y ser competitivo a la vez que promueves modelos de producción más sostenibles y responsables.

Por otro parte, es preciso resaltar que el modelo no solo tiene éxito económico, también es ampliamente valorado por los expertos, las organizaciones y la sociedad; lo que le ha convertido en un referente debido a que sus políticas de inversiones han conseguido promover y alinear los objetivos sociales y económicos de otros Fondos públicos y privados. Además, algunas empresas, han aceptado en su núcleo de gobierno el eslogan de sostenibilidad y responsabilidad como punto de referencia para diseñar y desarrollar estrategias comerciales y administrativas con el fin de adaptarse a una realidad imperante que demanda un compromiso real y más activo de los agentes mercantiles para poder garantizar su continuidad en el mercado. Y es que, esta visión que tuvo desde el principio el GPF-G, no solo le ha permitido ser un modelo para seguir, sino que también le ha otorgado una ventaja competitiva que le permite mantenerse en la cima del escenario económico mundial.

En un mundo en el que la sociedad ha tomado conciencia en cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza corporativa como indicadores para medir el compromiso de los agentes económicos y los gobiernos nacionales, el Fondo Soberano de Noruega se posiciona como actor decisivo en la creación de estrategias de inversiones que se adaptan a las demandas sociales y al entorno cambiante de la economía mundial. Ya que, si nos basamos en la evidencia empírica de los resultados económicos y otros aspectos socio-culturales y ambientales, objeto de estudio en esta tesis, podemos aceptar también la idea de que los criterios de inversión y exclusión del Consejo de Ética del NBIM, así como de instrucciones tanto de personas como entidades dentro de la directrices del gobierno del Fondo, no han supuesto un impedimento para que el GPF-G crezca, genere beneficios y cumpla con sus objetivos fundacionales de garantizar la equidad intergeneracional. No obstante, considero que es preciso recalcar que el modelo no es perfecto en la aplicación al pie de la letra de sus criterios éticos de inversión, y presenta incoherencias en algunos casos de exclusión. En este sentido, tales fallos del modelo noruego me hacen considerar la hipótesis de que algunas medidas tiene su excepción por el valor de las inversiones que se ven involucradas. Por lo que, pienso que algunas directrices de la estrategia de inversión están destinadas más a enviar señales al mercado y crear presión para promover cambios sustanciales en las compañías usando el Fondo como instrumento de poder y coacción para demostrar que sus objetivos de sostenibilidad son reales y legitimarlos a través de acciones contundentes.

Por ello considero que, si bien no es un modelo perfecto, cumple con el objetivo de promover valores de responsabilidad corporativa para crear modelos de producción más eficientes y menos contaminantes, así como generar valores con inversiones socialmente responsables con el fin de llegar a ser sostenible; con la complejidad que supone equilibrar objetivos tan diferentes como el de ser competitivo y rentable a la vez que se promueven ideales éticos.

En este trabajo también se demuestra que el The Government Pension Fund-Global no ha ignorado la importancia de integrar los Objetivos de Desarrollo Sostenibles (ODS) como base principal en el diseño de las decisiones de inversión. Ya que fomenta desde dentro de su gobierno corporativo, y de las empresas en las que invierte, temas tan necesarios como la igualdad de género, trabajo decente y crecimiento económico, reducción de las desigualdades, producción y consumo responsable y acciones por el clima.

Además de evidenciar que, inversores responsables como el Fondo noruego, están moviendo a las empresas para que alineen sus decisiones financieras al desarrollo sostenible y que sus inversiones generen el menor impacto posible en el medio ambiente y en la sociedad. En este sentido, podemos deducir que tal proceso de integración de objetivos está orientado para que las empresas asuman las externalidades negativas que ocasionan con sus actividades de producción. Desafortunadamente, algunos inversores no logran entender el vínculo que existe entre los rendimientos financieros y el daño ambiental, especialmente si el enfoque de estas empresas es generar la mayor rentabilidad en el corto plazo en lugar de garantizar la sostenibilidad a largo plazo.

En la actualidad, han sido poco los estudios realizados para examinar la efectividad de las directrices éticas del GPF-G. Sin embargo, consecuencia del estudio realizado considero desde mi punto de vista que, el modelo de inversiones bajo los paradigmas éticos del

GPF-G, ha tenido un gran éxito en la generación de beneficios financieros de las inversiones realizadas con miras a garantizar la equidad intergeneracional de la ciudadanía noruega. Además de influir en el comportamiento corporativo de las empresas en las que invierte y alinearlas a las expectativas del modelo noruego.

En consecuencia, puedo decir que, el interés que me motivo a elegir el modelo de inversiones del Fondo Soberano de Noruega como tema de investigación me ha permitido comprender de una manera más palpable que es posible diseñar medios de inversión eficientes y sostenibles. Confiando en que los objetivos perseguidos en este trabajo contribuyan a demostrar lo anteriormente dicho.

## Bibliografía

- Ashby, B., & Monk, H. (8 de diciembre de 2008). *Center for Retirement Research At Boston College*. Obtenido de [http://crr.bc.edu/wp-content/uploads/2008/12/IB\\_8-21-508.pdf](http://crr.bc.edu/wp-content/uploads/2008/12/IB_8-21-508.pdf)
- Asset Management Department*. (Septiembre de 2006). Obtenido de Government.no: <https://www.regjeringen.no/en/dep/fin/about-the-ministry/Departments/the-asset-management-department/id87100/>
- Backer, L. C. (2009). Sovereign Wealth Funds as Regulatory Chameleons: The Norwegian Sovereign Wealth Funds and Public Global Governance Through Private Global Investment. *Georgetown Journal of International Law*, 92.
- BØHN, H. y. (1999). *Norges Bank*. Obtenido de <https://www.norges-bank.no/globalassets/upload/import/publikasjoner/skriftserie/skriftserie-28/artikkel-11.pdf>
- Caner, M., & Grennes, T. (2009). Performance and Transparency of the Norwegian Sovereign Wealth Fund. En *Revue d'économie financière* (págs. 119 - 125).
- Capapé Aguilar, J., & Guerrero Blanco, T. (2013). More Layers than an Onion: Looking for a Definition of Sovereign Wealth Funds. *SSPN*, 37.
- Clarke, G. (2013). The Ethics of Global Investment: Norway's Government Pension Fund. En *Sovereign Wealth Funds: Legitimacy, Governance, and Global Power* (págs. 67 - 85). Princeton: Princeton University Press.
- Daniel Coronas Valle, J. M. (5 de febrero de 2013). *Instituto Español de Estudios Estratégicos*. Obtenido de [https://www.ieee.es/Galerias/fichero/docs\\_opinion/2013/DIEEE014-2013\\_FondosSoberanos\\_CoronasxLopezJimenez.pdf](https://www.ieee.es/Galerias/fichero/docs_opinion/2013/DIEEE014-2013_FondosSoberanos_CoronasxLopezJimenez.pdf)
- Fernandes, N. (1 de Marzo de 2011). *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the world*. Obtenido de SSRN: [https://ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/SSRN-id1341692.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id1341692.pdf)
- Gbadebo-Smith, O. (2017). *La Riqueza de las Naciones: Estrategias de Inversión de Fondos Soberano de Inversión*. Obtenido de Finance: <https://www.toptal.com/finance/market-research-analysts/la-riqueza-de-las-naciones-estrategias-de-inversion-de-Fondos-soberano-de-inversion>
- Gordon L. Clark, A. H. (2008). The legitimacy and governance of Norway's sovereign wealth fund: the ethics of global investment. *Oxford University Press*, 35.
- Government.no. (septiembre de 2006). *Asset Management Department*. Obtenido de <https://www.regjeringen.no/en/dep/fin/about-the-ministry/Departments/the-asset-management-department/id87100/>
- History of Norges Bank Investment Management* . (2022). Obtenido de <https://www.nbim.no/en/the-fund/the-history/>
- Masía, M. L. (31 de marzo de 2022). Empresas que más contaminan con sus envases plásticos. *Estas son las empresas internacionales que más contaminan con sus envases plásticos*, pág. 2.

- Rozanov, A. (2005). Who holds the wealth of nations? *State Street Global Advisors, SSGA*, 4.
- Skandck, M. (2003). Fiscal Policy and Petroleum Fund Management in Norway. En M. Skandck, *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil-Producing Countries* (págs. 316 - 338). Washington: International Monetary Fund. Not for Redistribution .
- Truman, E., & Bagnall, A. (2013). *Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard*. Washington DC: Peterson Institute for International Economics.
- Wirth, E. (23 de 4 de 2018). *The Evolution of the Norwegian Government Pension Fund Global's (GPF) Investment Strategy*. Obtenido de <https://revistas.comillas.edu/index.php/revistaicade/article/view/8713>

## Capítulo V: Anexos

Informe Primer Semestre del 2022

<https://www.nbim.no/contentassets/e49be8b7b9764b929bcdd21f4176f2bb/gpfg-half-year-report-2022.pdf>

Informe Anual de las inversiones del Fondo año 2021

<https://www.nbim.no/contentassets/f8c5e301ff804c09881b1beb5299dc30/gpfg-annual-report-2021-web.pdf>