

Breve comparación de la gobernanza del fondo de sustentabilidad argentino y el fondo soberano noruego

Brief comparison of the governance of the argentine sustainability
fund and the norwegian sovereign wealth fund

Juan Manuel Salvatierra

RESUMEN

El presente trabajo realiza una breve comparación en los aspectos más destacados del gobierno corporativo del inversor institucional más importante de la Argentina, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) y uno de los fondos soberanos más importante del mundo como es el noruego. Se plantea la hipótesis de que las prácticas de gobierno corporativo y las decisiones de inversión implementadas por el fondo noruego, pueden ser referencia para ayudar a mejorar la transparencia, gobernanza y la gestión financiera del fondo de garantía argentino. Se concluye, que los dos fondos presentan adecuados modelos de gobernanza, mostrando un sistema de toma de decisiones y de control robustos en la gestión de las inversiones, como en transparencia. Sin embargo, el fondo soberano noruego se destaca internacionalmente por sus altos niveles de transparencia y gestión altamente profesionalizada. Por lo cual, es referencia obligada de otros fondos para replicar o tomar sus prácticas de gobernanza y su gestión de inversiones que permita una mejora en el fondo argentino, a pesar de las diferencias en su tipología, de sus tamaños y su gobierno corporativo.

Palabras clave: gobierno corporativo; fondos soberanos; fondos de pensiones públicos.

ABSTRACT

This paper makes a brief comparison of the most important aspects of the corporate governance of the most important institutional investor in Argentina, the Sustainability Guarantee Fund (FGS) and one of the most important sovereign wealth fund (SWF) in the world, the Norwegian.

Juan Manuel Salvatierra

juanmanuel.salvatierra@econo.unlp.edu.ar

Facultad de Ciencias Económicas

Universidad Nacional de la Plata

ARGENTINA

COMO CITAR ESTE ARTÍCULO

Salvatierra J. M. (2022). Breve comparación de la gobernanza del fondo de sustentabilidad argentino y el fondo soberano noruego. *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas*, 28(1), 121 - 147. <http://dx.doi.org/10.30972/rfce.2815946>



<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>

Revista de la Facultad de Ciencias Económicas
ISSN 1668-6357 (formato impreso) ISSN
1668-6365 (formato digital) por Facultad de
Ciencias Económicas Universidad Nacional
del Nordeste (UNNE) Argentina se distribuye
bajo una Licencia Creative Commons
Atribución – No Comercial – Sin Obra
Derivada 4.0 Internacional.

The hypothesis is raised that the corporate governance practices and investment decisions implemented by the Norwegian sovereign wealth fund can be a reference to help improve the transparency, governance and financial management of the Argentine fund. It is concluded that the two funds present adequate governance models, showing a robust decision-making and control system in investment management, as well as in transparency. However, the Norwegian sovereign wealth fund stands out internationally for its high levels of transparency and highly professional management. Therefore, it is an obligatory reference for other funds to replicate or take their governance and investment management practices that allow an improvement in the Argentine fund, despite the differences in its typology, its sizes and its corporate governance.

Keywords: corporate governance; sovereign wealth funds; public pension funds.

JEL classification: F30, G32, G34, H55.

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente trabajo es realizar una breve comparación en los aspectos más destacados en la aplicación del gobierno corporativo del inversor institucional más importante de la Argentina, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) gestionado por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) y uno de los fondos soberanos más importante del mundo como es el noruego, gestionado por el Norges Bank Investment Management (NBIM).

Asimismo, se realiza una mención de la participación de estos fondos como accionistas en las distintas empresas que tienen participación accionaria. Barr y Diamond (2012) mencionan que se necesita una buena legislación, una supervisión efectiva por parte de los reguladores, una efectiva supervisión y el ejercicio del derecho de voto de los accionistas para tener una gobernanza de alta calidad. En países desarrollados, los fondos de pensiones centralizados se convierten en partícipes adicionales en el gobierno corporativo, lo cual puede influir en los resultados (*performance*) buenos o malos, siendo accionistas activos de las firmas. Lo mismo se puede afirmar para otros inversores institucionales tan importantes a nivel global como son los fondos soberanos, que han tomado tanta importancia en las últimas décadas.

La estructura del trabajo comenzará con la definición de los fondos soberanos, como así la importancia que han logrado por su poder financiero dentro de la estructura económica internacional, y luego se realizará el encuadre dado al FGS de la Argentina como fondo de pensiones no tradicional por su rol de reserva. Seguidamente, se desarrollará el concepto de gobierno corporativo y su aplicación a los dos fondos analizados. Se mencionará su participación en las empresas en las cuales tienen tenencia accionaria y una comparación entre su gobernanza y estrategia de inversiones. Para finalizar con conclusiones y reflexiones finales

acerca del rol de estos fondos y su comparación, su gobierno corporativo y su participación en las empresas que tiene participación.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

Es sabido, que el mercado de capitales cumple un rol fundamental en la asignación de recursos para el desarrollo de un país. Los fondos de pensiones por su parte, mejoran mediante su participación la eficiencia de los mercados de capitales. Como así también, la participación de otros fondos institucionales como pueden ser los denominados fondos soberanos que han crecido vertiginosamente en las últimas décadas en activos bajo administración.

2.1 LOS FONDOS SOBERANOS

Hay diferentes definiciones sobre los fondos soberanos desde la academia, organismos e instituciones multilaterales y desde los mercados financieros (Gordon L. Clark, Adam D. Dixon & Ashby H. B. Monk, 2013). Hasta 2005 no existía la expresión o referencia a fondo soberano (*sovereign wealth fund*, en inglés), hasta que el economista Andrew Rozanov la acuñó para aglutinar bajo un solo concepto a este grupo de inversores heterogéneo y joven.

Una definición de fondos soberanos alineada con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE o en inglés OECD) es la de conjunto de activos propios administrados directa o indirectamente por los gobiernos para lograr objetivos nacionales (OCDE, 2008). Otra definición de esta clase de fondos es la plasmada en los Principios de Santiago por The International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF)¹ que es la siguiente: “*Special-purpose investment funds or arrangements that are owned by the general government. Created by the general government for macroeconomic purposes, SWFs hold, manage, or administer assets to achieve financial objectives, and employ a set of investment strategies that include investing in foreign financial assets.*” (IFSWF, 2008, p.3).

Pero la definición de Fondos Soberanos de Inversión (*Sovereign Wealth Funds – SWF*) ha presentado cierta confusión, por las divergencias en las características fundamentales de esta clase de fondos, pero se ha llegado a una conceptualización aceptable (Ferrara, 2018).

Por lo que la definición utilizada en este trabajo, es la que considera las principales características comunes que tienen estos fondos como son la propiedad (los gobiernos), las obligaciones (no tienen pasivos directos, y los que tienen no son externos a los gobiernos) y los beneficios (el beneficiario es el país en general y toda la ciudadanía). Según Ferrara (2018), una definición técnica con estas características mencionadas es: “*Los fondos soberanos son fondos*

¹Es un grupo diverso de fondos soberanos de todos los continentes, que tienen roles y mandatos económicos variados.

de inversión directa o indirectamente propiedad del gobierno y que no cuentan con beneficiarios o pasivos externos más allá del gobierno o la ciudadanía en abstracto cuyo objeto es invertir sus activos, ya sea a corto o largo plazo, de acuerdo con los intereses y objetivos del patrocinador soberano” (Ferrara, 2018, p.6).

Esta definición, permite aseverar que los fondos soberanos están exentos o liberados del pasivo que supone la obligación con los pensionados que caracteriza a los fondos públicos de pensiones. Dicha ausencia de obligaciones y compromisos con terceros tiene una clara incidencia en la definición de la política de inversión, por no tener necesidades de liquidez para afrontar los pagos periódicos. A su vez, la característica de ser inversores a largo plazo permite diferenciar los fondos soberanos de los fondos de *private equity*, con horizontes de inversión ya definidos, y de los *hedge funds* que buscan generalmente oportunidades atractivas o arbitrajes en los mercados. Por lo que los SWF, son fondos de inversión de propiedad gubernamental sin pasivos explícitos que suelen perseguir estrategias de inversión de largo plazo (Aguilera, Capapé, and Santiso, 2016), con la importante característica que generalmente persiguen múltiples objetivos (Clark, Dixon y Monk, 2013), emparejando rendimientos financieros con objetivos más amplios.

Estos fondos de inversión pertenecientes a los estados están compuestos por diversos activos financieros, desarrollados principalmente en los países emergentes, alimentados por el ahorro público y destinados a gestionar los activos de los estados en el extranjero y localmente. En general, los fondos soberanos son creados por los gobiernos de países que disponen de un exceso de ahorro/superávits comerciales debido a sus importantes recursos naturales como el petróleo (como por ejemplo en oriente medio, Rusia, Noruega), excedentes presupuestarios (Singapur), reservas de divisas de los bancos centrales (China) o recursos mineros (Chile), por mencionar algunos ejemplos, siguiendo estrategias de inversión de largo plazo. El origen de esta clase fondos se remonta a mediados del Siglo XX, cuando se crea el *Kuwait Investment Authority* en 1953.

Según Capapé (2017), geográficamente los fondos soberanos se establecieron en 56 países (94 fondos soberanos), aunque hay cuatro polos principales (por volumen de activos bajo gestión): Oriente Medio, China, Noruega y el Sudeste Asiático. En la región latinoamericana, hasta 2017 existían 9 fondos soberanos. Pero solamente 6 operaban en ese momento como fondos soberanos, los de México, Trinidad y Tobago, Panamá, Perú y Chile (tiene dos fondos). De acuerdo al autor, en los casos de Brasil y Venezuela, los fondos se habían consumido o no existe suficiente información sobre ellos; y Colombia gestiona fondos públicos que se asemejan mucho a un fondo soberano con orientación de sus inversiones en nuevas tecnologías y digitalización del país.

A pesar que algunos de los fondos fueron constituidos ya hace varias décadas para amortiguar las volatilidades de los precios de las materias primas, desarrollar las infraestructuras o financiar las jubilaciones y pensiones, el término *Sovereign Wealth Funds* (SWFs) no apareció como se mencionó hasta 2005. Luego tomaron relevancia, con la crisis *subprime* de los créditos hipotecarios en 2007 cuando varios bancos internacionales anunciaron pérdidas masivas, y los fondos chinos (CIC invirtió en Morgan Stanley), de Singapur (Temasek, GIC) y de Abu Dhabi (Adia)

acudieron a su rescate y los recapitalizaron. Según estimaciones, entre mayo de 2007 y febrero de 2008, los fondos soberanos invirtieron más de USD 55.000 millones en los sectores financieros en dificultades de Estados Unidos y Europa (Barclays, Citigroup, Credit Suisse o UBS recibieron inversiones multimillonarias de fondos soberanos de Singapur, China, Kuwait, Qatar o los Emiratos Árabes Unidos). Actualmente, por los efectos de la pandemia generada por el COVID-19, los fondos soberanos nuevamente estuvieron al frente y en el centro de escena de la respuesta fiscal, política y social. La respuesta inmediata a la crisis, para algunos países fue a través de un fondo de estabilización o un fondo de ahorro con liquidez, disponiendo del uso del fondo o accediendo a los mercados de deuda internacionales. Se puede aseverar que la principal diferencia con la crisis financiera mundial de 2008 es que los fondos soberanos, en estos últimos dos años han invertido principalmente a nivel nacional en todos los sectores económicos, a diferencia de las inversiones extranjeras concentradas en servicios financieros en la anterior crisis global.

Asimismo, con el devenir de la crisis del COVID-19 el enfoque de los inversores en cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza (ASG o ESG en inglés) se agudizó, las estadísticas del IFSWF muestran que las tecnologías que contribuyen a reducir las emisiones de carbono o brindan adaptaciones a los efectos del cambio climático se están convirtiendo en un clara tendencia de inversión para los fondos soberanos. Por ejemplo, en 2020 los fondos soberanos realizaron 23 inversiones valuadas en más de USD 2.000 millones en sectores relacionados con el cambio climático, como agroecología, silvicultura y energías renovables, cuatro veces más que en 2016, cuando realizaron solo 8 inversiones valuadas en USD 734 millones (IFSWF, 2022).

Históricamente los SWF tenían una estrategia de inversión principalmente enfocada en activos de renta fija (*fixed income*), pero luego con la recuperación del mercado de acciones a partir de 2009 se ha incrementado la asignación de recursos en renta variable y en inversiones alternativas (*real estate*, infraestructura, *private equity*, *commodities* y en *hedge funds*). Por lo cual, las inversiones de los fondos soberanos se pueden clasificar en dos grandes grupos, por un lado la mayor parte de los recursos se asignan en los mercados de capitales en instrumentos financieros cotizados tanto de bonos (soberanos, corporativos y financieros) como en acciones (*equity*). Lo realizan siguiendo algunos fondos de índices bursátiles que les permite tener una exposición altamente diversificada entre sectores económicos y entre regiones/países. Por otro lado, la asignación de recursos se realiza en inversiones directas en empresas y activos estratégicos no cotizantes (inmobiliario, *private equity*, *venture capital*, fusiones y adquisición de empresas–M&A, tecnología, infraestructura).

Como se desarrolló, los fondos soberanos presentan una importante heterogeneidad con diversas políticas y objetivos económicos. Por lo que existen diversos tipos de fondos según sus objetivos, desde Fondos de Estabilización o de Ahorro, Inversiones de Reserva o Fondos de Desarrollo. En la Figura 1. se detallan las amplias categorías en que se pueden agrupar estos fondos:

Figura 1. Grupos de Fondos Soberanos

<p>Maximización de Capital (<i>Capital Maximisation</i>)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Objetivo: construir una base de capital ajustada por riesgo para el crecimiento y la preservación de la riqueza nacional. • Tres objetivos económicos: equilibrio intergeneracional de la riqueza, gestión de fondos para pasivos futuros de fondos e inversión de reservas. • Invierten con un horizonte de largo plazo, lo que les permite resistir la volatilidad a corto plazo en los mercados de capitales, así como beneficiarse de la prima de liquidez. • Ejemplos: Government Pension Fund Global (GPF) de Noruega (se analiza en este trabajo) y el Government of Singapore Investment Corporation (GIC) de Singapur.
<p>Estabilización (<i>Stabilisation</i>)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Objetivo: facilitar la estabilidad fiscal de la economía de su país, así como estabilizar el tipo de cambio en ciertos casos ante un evento de shock externo. • Estos fondos tienen horizontes cortos de tiempo y tienden a ser líquidos. Esto los limita en gran medida hacia activos de renta fija, ya que la alta exposición a las acciones y ciertas alternativas de inversión podrían poner en riesgo su capacidad para intervenir la economía. • Ejemplos: Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) (o Chile's Economic and Social Stabilisation Fund-ESSF-) de Chile y el Russian Reserve Fund de Rusia.
<p>Desarrollo Económico (<i>Economic development</i>)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Objetivo: impulsar la productividad de largo plazo de un país. Se hace invirtiendo en infraestructura física (carreteras, ferrocarriles, redes de telecomunicaciones, etc.), infraestructura social (educación, salud, etc.) y diversificación de la economía (desarrollo de industrias estratégicas) • Asignan cantidades importantes de fondos a alternativas y acciones. Introduce mayor exposición al riesgo, así como una posible falta de liquidez en forma de bloqueo de capital en proyectos a más largo plazo. • Ejemplos: Temasek Holdings (otro de Singapur) y Mubadala Investment Company de Abu Dhabi.

Fuente: Elaboración propia en base a PWC (2018).

Otra clasificación similar es la realizada por la IFSWF que los clasifica en fondos de Ahorros (*Savings*), Desarrollo (*Development*), Estratégicos (*Strategic*) y en una combinación de los anteriores denominado Híbridos (*Hybrid*) o de Múltiples Objetivos (*Multiple Objectives*) (IFSWF, 2022).

Sin embargo, el crecimiento de la influencia de estos fondos soberanos preocupa a varios países occidentales, por la falta de transparencia en algunos casos y el temor que las inversiones que se realicen sean con fundamentos políticos/discrecionales y no económicos/financieros. Por ello, el Fondo Monetario Internacional (FMI) elaboró un código de conducta incitando a respetar las reglas de buen gobierno corporativo.

Para finalizar, la definición tomada no considera la rendición de cuentas, la transparencia o la gobernanza. Ciertos fondos soberanos, han tratado de diferenciarse de otros fondos sobre la base de que tienen niveles de transparencia, rendición de cuentas y gobernanza superiores a la media. Pero ello no significaría que dejan de ser SWF por la crítica que se les hace a algunos de dichos fondos por describirlos por su irresponsabilidad, poca transparencia y mala gobernanza.

2.2 EL GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL DE NORUEGA

El fondo soberano en que se centra este trabajo es el *Government Pension Fund Global* (GPF), administrado por el Norges Bank Investment Management (NBIM) de Noruega. El fondo fue creado en 1990 con la aprobación de la *Petroleum Fund Act* (Ley del Fondo de Petróleo) y tuvo su transferencia inicial de fondos por parte del gobierno noruego en 1996. En ese entonces, el discurso político se centraba en la función del fondo con respecto a la política económica y la gestión de recursos, más que en la gestión operativa de activos financieros como es actualmente.

Por otra parte, en 2005 el gobierno estableció el Fondo de Pensiones del Gobierno (*Government Pension Fund*) como una superestructura para el fondo soberano. Por lo cual el denominado *The Government Petroleum Fund* pasó a llamarse *Government Pension Fund Global*, mientras que el ahorro nacional mediante el vehículo *Folketrygdfondet* se convirtió en el *Government Pension Fund Norway* (fondo de pensiones). En esa reforma, no se hicieron cambios institucionales, pero la declaración del propósito del fondo estatal de pensiones fue la de incluir el apoyo para generar ahorros estatales para financiar los gastos en las pensiones nacionales y sustentan el uso de largo plazo de los ingresos petroleros del gobierno. Pero dicha ley no definió explícitamente los gastos futuros en pensiones como un pasivo para el fondo o un cambio en la relación con el presupuesto estatal (NBIM, 2020).

Desde los primeros días del fondo, Norges Bank se ha desempeñado como asesor al Ministerio de Finanzas de Noruega sobre la estrategia de inversión del fondo. El banco realiza un asesoramiento para apoyar el objetivo general del fondo, que es lograr el mayor nivel posible de rentabilidad a largo plazo con un nivel de riesgo aceptable.

Actualmente, el fondo soberano analizado es uno de los más grandes del mundo en términos de activos bajo administración (*Assets Under Management* - AUM) y es el mayor inversor en sociedades cotizadas en los mercados financieros globales. Su propósito se ha expandido desde proteger la economía doméstica de las fluctuaciones del precio del petróleo hacia el ahorro para generaciones futuras. La propiedad del fondo soberano es de los ciudadanos de Noruega, tiene un modelo de gobernanza único y con altos estándares de transparencia.

El objetivo del fondo petrolero es garantizar una gestión responsable y a largo plazo de los ingresos de los recursos de petróleo y gas de Noruega, de modo que esta riqueza beneficie tanto a las generaciones actuales como a las futuras. La misión del GPF es salvaguardar y construir riqueza financiera para las generaciones futuras (NBIM, 2020).

2.3 EL FONDO DE GARANTÍA DE SUSTENTABILIDAD (FGS) DE LA ARGENTINA

El Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) creado en 2007, es un fondo de inversión público de la Argentina con autonomía económica y financiera que tiene como finalidad atenuar el impacto financiero que pueda ejercer la evolución negativa de variables socioeconómicas sobre el régimen previsional público. Es administrado por el principal organismo previsional público de Argentina, denominado Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES), y deberá priorizar aquellas inversiones que tengan impacto directo en la economía real promoviendo la sostenibilidad del sistema previsional y de la economía argentina en general.

Además, tiene como objetivo constituirse como un fondo de reserva a fin de instrumentar una adecuada inversión de los excedentes financieros del régimen previsional público y contribuir a la preservación de su valor. También, atiende eventuales insuficiencias en el financiamiento del régimen previsional público a efectos de preservar la cuantía de las prestaciones previsionales. Por último, aplica los recursos de acuerdo a criterios de seguridad y rentabilidad adecuados, contribuyendo al desarrollo sustentable de la economía real a efectos de garantizar el círculo virtuoso entre crecimiento económico y el incremento de los recursos de la seguridad social.

En definitiva, la característica del FGS es que es un fondo de afectación específica creado para la asistencia de la ANSES en caso que ésta no pudiera afrontar el pago de los haberes jubilatorios, por lo que lo hacen una herramienta adecuada para el financiamiento a largo plazo, ya sea del Estado Nacional, Provincial y Municipal, como del sector productivo argentino (ANSES, 2020). Con la Ley N° 27.574 de Defensa de los Activos del FGS, se agrega que el FGS asistirá financieramente para el pago de los beneficios del SIPA con el fin de compensar el impacto eventual en los recursos previsionales ocasionados por la pandemia de COVID-19 durante el ejercicio 2020.

Como se mencionó, la gestión del FGS de la ANSES invierte los recursos de los aportantes en la economía doméstica, y trata de fomentar el crecimiento de largo plazo. Asimismo defiende sus intereses en la participación en empresas privadas queriendo hacer respetar sus derechos políticos, e indirectamente representando a los inversores minoristas. Debido a que se necesita incurrir en costos de monitoreo por parte de accionistas (generalmente minoristas) que no siguen de cerca la gestión de la empresa en el momento de la distribución de utilidades, para que aquellos que tengan el control o tengan información diferencial no saquen su provecho en beneficio propio.

La finalidad del FGS condice con las perspectivas de los últimos años y tendencias a nivel mundial de los fondos previsionales públicos. Dado que orientan a pensar la seguridad social como un concepto dinámico, a la vez que cobra importancia el análisis de la rentabilidad social de la inversión, más allá de la rentabilidad financiera. Por lo que el objetivo de estos fondos públicos es salvaguardar la capacidad de los regímenes de seguridad social para pagar prestaciones y brindar servicios, y generar ingresos procedentes de la inversión de estos fondos que ayuden a financiar las prestaciones y servicios.

Las fuentes de recursos del FGS, tiene como primer aporte a su cartera total del fondo, los activos en especie que recibió el Régimen Previsional Público como consecuencia de la transferencia de los saldos de las cuentas de capitalización individual (CCI) desde el Régimen de Capitalización ocurrida en el año 2007. Seguidamente, por la mayor transferencia de activos que recibió el Régimen Previsional Público, como consecuencia de la transferencia de los saldos de las cuentas de capitalización en cumplimiento de la Ley N° 26.425. Este *stock* de activos financieros eran los que gestionaban las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), que eran los mayores inversores institucionales de Argentina. Se afirma que al momento de la estatización de los aportes del sistema de capitalización (octubre de 2018), el FGS se integró en un 20% del total con lo que ya poseía este fondo (Decreto 897/07) y un 80% restante proveniente de las carteras de inversión de las administradoras privadas.

Por otra parte, el FGS puede recibir fondos del superávit presupuestario anual del ANSES, como sucedió a fines del año 2009, durante el 2010 y 2011. Otro importante aporte al fondo, son las rentas provenientes de las inversiones que realiza el FGS en todos los instrumentos que se poseen. Como así, queda abierta la posibilidad que se establezca por parte del Estado cualquier otro aporte mediante su previsión en la Ley de leyes, es decir el Presupuesto Nacional.

Los criterios generales de inversión se basan en el artículo 15 de la Ley 26.222, donde se establece que el activo del FGS se invertirá de acuerdo con criterios de transparencia, seguridad y rentabilidad adecuados, contribuyendo al desarrollo sustentable de la economía real, a efectos de garantizar el círculo virtuoso entre crecimiento económico y el incremento de los recursos de la seguridad social. Las inversiones permitidas serán las previstas en el artículo 74 de la ley 24.241 y sus modificaciones, con las limitaciones y prohibiciones impuestas por dicha ley. La seguridad y la transparencia en las inversiones que realiza el FGS constituyen un pilar central de su estrategia financiera, económica y social, dada la finalidad del Fondo. Por eso, todas las operaciones están sujetas a estrictas normas financieras y el accionar del FGS es monitoreado y auditado por una amplia gama de órganos de control. La rentabilidad es otro importante criterio de inversión por el cual el FGS guía su accionar, a fin de preservar e incrementar el valor de sus activos. Rentabilidad entendida no sólo desde un punto de vista financiero, sino también social, la cual es muy difícil de cuantificar en términos objetivos.

Habida cuenta del círculo virtuoso presente entre las inversiones del FGS y el nivel de actividad y de empleo de la economía en su conjunto, es interesante entender, que las inversiones no solamente se analizarán en forma tradicional fundamentada en la viabilidad económica y financiera, sino que se evaluará la parte social. La evaluación social puede entenderse como la evaluación privada tradicional (rendimiento/riesgo) más los efectos que el proyecto podría generar sobre el conjunto de la economía y la sociedad, considerando los riesgos, impactos sociales y externalidades que lo atañen. Una importante diferencia con la administración privada de los recursos previsionales, es que actualmente está prohibida la inversión de los fondos en el exterior (Salvatierra, 2011).

Para finalizar, el uso de los fondos que se administran, se pueden utilizar en el caso que durante la ejecución de un presupuesto se presentaren situaciones de contingencia o coyunturales que requieran su utilización para el pago de las prestaciones previsionales del Régimen Público de Reparto. Una condición muy importante, es que la totalidad de los recursos únicamente podrán ser utilizados para pagos de los beneficios del SIPA o el pago de prestaciones como fue la Ley de Reparación Histórica.

2.4 GOBIERNO CORPORATIVO

A decir de Tricker (2012), el gobierno corporativo es tan antiguo como el comercio, y ha ido evolucionando mucho a través del tiempo en su complejidad y en el análisis de diversos patrones de propiedad por nuevos tipos de inversores como los institucionales, fondos soberanos, capital privado y los fondos de cobertura (*hedge funds*). El gobierno corporativo es un continuo, que va desde una perspectiva clásica y estrecha orientado a los accionistas bajo un paradigma financiero, hacia una perspectiva más amplia orientado a los *stakeholders* con un paradigma de rendición de cuentas y con un enfoque de rol social de las empresas (Collaccioani, 2020).

La gobernanza fue una palabra utilizada por Chaucer en el siglo XIV para describir el proceso de gobernar un estado, pero recién en los '80 el gobierno corporativo refiere al proceso de ejercer poder sobre una empresa (Tricker, 2012). A grandes rasgos, la evolución del gobierno corporativo en su pensamiento y en la práctica se dio a partir de los '90 con la aparición de diversos códigos desde el primero llamado *Cadbury Report* en 1992 en Reino Unido.

Actualmente, la importancia de una buena gobernanza es cada vez más reconocida y valorada por los inversores y reguladores, como por parte de líderes empresariales para obtener éxito en el largo plazo de las empresas. Expertos afirman que los mercados financieros ofrecen una prima o premio por aquellas acciones de empresas con capital abierto que tengan una buena gobernanza, debido a que se reduce el riesgo.

Una definición de gobierno corporativo, es el diseño de instituciones que induzcan o fuercen a los *managers* a internalizar el bienestar de los *stakeholders* (Tirole, 2001). Otra adicional, es que el gobierno corporativo plantea un conjunto de relaciones entre el órgano de administración, sus accionistas y otras partes interesadas, proporcionando una estructura para alcanzar los objetivos de las empresas y supervisar su desempeño (OCDE, 2015).

Asimismo, el gobierno corporativo se puede definir desde diferentes perspectivas como se muestra en la Figura 2: financiera, operacional, relacional, de *stakeholders* y social (Collaccioani, 2020).

Figura 2. Perspectivas de análisis de Gobierno Corporativo



Fuente: Collacciani (2020).

Profundizando, de acuerdo a Collacciani (2020) la perspectiva financiera se ocupa de la forma en que los proveedores de finanzas se aseguran de obtener un rendimiento de su inversión. La operacional, se ocupa de los procesos y procedimientos por los cuales una organización es dirigida y controlada. En la perspectiva relacional, la estructura definida especifica la distribución de derechos y obligaciones entre los diferentes miembros de la organización (como directores, administradores, accionistas y otros terceros interesados). En la perspectiva de *stakeholders* se analiza el sistema de regulación y supervisión de la conducta corporativa y de balanceo de los intereses de todos los *stakeholders* que pueden ser afectados por la conducta corporativa, con la finalidad de asegurar un comportamiento responsable de las firmas y de lograr la máxima eficiencia y rentabilidad para la organización. Por último, la social se preocupa por mantener un balance entre los objetivos económicos y sociales como así los individuales y sociales, con el fin de alinear lo máximo posible los intereses de los individuos, empresas y la sociedad. Por otra parte, como disciplina, el gobierno corporativo se estudia con diferentes teorías como la de agencia, costos de transacción, *stewardship*, dependencia de recursos y de los *stakeholders*, que su desarrollo escapa al alcance del presente trabajo.

En general, los fondos soberanos adoptan el modelo occidental de gobierno corporativo, aplicando sus prácticas de gestión y las lógicas que rigen la inversión y los principios de mejores prácticas. Esto les ofreció una forma organizacional que fue específicamente diseñado para

maximizar la eficiencia y los beneficios/valor, para poder lograr sus objetivos. Por otra parte, los SWF están obligados a mantener acceso a los mercados financieros mundiales, salvo por razones de existencia. Estos fondos soberanos combinan, imitan y aproximan la estructura de gestión y las prácticas de gobernanza de los fondos de pensiones y fundaciones, que también dependen de los mercados mundiales para las oportunidades de inversión (Morrison y Wilhelm, 2007).

2.5 GOBERNANZA EN EL GPFG

Particularmente, el fondo soberano noruego GPFG ha desarrollado su gobernanza y gestión de los fondos dentro del marco institucional y político de Noruega. La asamblea legislativa noruega (*Storting*) por ley tiene la responsabilidad de designar quien gestiona el fondo, por lo que se delegó al Ministerio de Finanzas dicha responsabilidad. Luego el Ministerio delegó la gestión operativa al Norges Bank (es el banco central de Noruega) y emitió las directrices del rol que debe cumplir, como así decidió que toda estrategia importante de inversión debe ser presentada y discutida en la asamblea legislativa. Este debate extenso y escrutinio garantiza la legitimidad democrática en temas de gestión del fondo (NBIM, 2020).

La designación del banco central noruego en la gestión del fondo, proporcionó una buena estructura de gobernanza y una independencia institucional, como así no se tuvo que crear en su momento una nueva institución que administre las inversiones. Con el crecimiento en tamaño del fondo, la parte de inversiones del fondo tomó mayor dimensión en el banco por lo que una Comisión parlamentaria de finanzas decidió luego de la crisis financiera internacional revisar en 2009 la estructura de gobernanza del fondo y que se determinen las ventajas y desventajas de tener un modelo alternativo con un comité separado. En 2010, el Ministerio ratificó la estructura del fondo, fundamentado en que el Norges Bank contribuyó a la legitimidad por ser una institución de gran integridad con una sólida reputación y que no había grandes motivos relevantes para cambiar.

Ya en 2015, el gobierno creó una comisión para revisar la ley del Banco Central, y también fue motivo para analizar nuevamente las alternativas de modelos de gobernanza del fondo. La recomendación realizada en 2017, sugería que el fondo fuera gestionado por una entidad separada con el argumento de que al tener dos entidades separadas facilitarían las competencias profesionales y órganos de gobiernos a medida de las necesidades específicas. Pero en 2018, el Ministerio de Finanzas apoyado por el Storting, enfatizó en que el Norges Bank era una institución confiable con gran integridad y que había logrado buenos resultados a través del tiempo tanto como banco central y en la gestión de activos. Como así, presentó preocupaciones de posibles problemas de principal agente, si se diera el caso de que una institución independiente gestione con objetivos y prioridades no completamente alineados con los propietarios de los

activos. Ya en 2019, el Ministerio incluyó directamente en la ley del Banco Central al Norges Bank como administrador operativo del fondo por ley.

El rol del Norges Bank como gestor operativo del fondo es lograr el mayor rendimiento posible dentro de los lineamientos expuestos por el Ministerio. El asesoramiento del Banco se presenta en cartas formales que son públicas. Desde 2006, la responsabilidad de preparar el asesoramiento para el Ministerio fue delegada (antes era una unidad dependiente del presidente del Banco) a la dirección de inversiones de la organización para incorporar experiencia operativa y de asesoramiento, como así el Ministerio crea su propio departamento para evaluar estrategias de inversiones. Desde sus orígenes, el Banco Central tiene un mandato con dos componentes principales; invertir el fondo y asesorar en inversiones estratégicas. Invertir el fondo con el objetivo de maximizar el rendimiento dentro de las limitaciones impuestas por el mandato de gestión; y asesorar sobre las mejoras formas de gestión para ayudar a lograr el propósito del fondo como lo define la ley.

El modelo de gobernanza del fondo se basa en una clara delegación de funciones y sistemas eficaces de control y supervisión (Figura 3). Cuenta con documentos establecidos y políticas para la gestión del fondo con altos estándares de transparencia.

Figura 3. Gobierno Corporativo del fondo soberano noruego

Stortinget (Parlamento noruego)	<ul style="list-style-type: none">• Marco formal para el fondo en la Ley del Fondo de Pensiones del Gobierno (<i>Government Pension Fund Act</i>).
Ministerio de Finanzas	<ul style="list-style-type: none">• Tiene la responsabilidad general de la gestión de fondo y emite las directrices para su gestión.
Norges Bank Executive Board	<ul style="list-style-type: none">• El banco central se encarga de la gestión del fondo, y su Junta Ejecutiva ha delegado la gestión operativa del fondo al Norges Bank Investment Management (NBIM). Se establecen documentos rectores complementarios para la gestión de fondos (Executive Board documents).
CEO of Norges Bank Investment Management	<ul style="list-style-type: none">• Tiene la responsabilidad general de implementar los requerimientos definidos por la Junta Ejecutiva. El CEO establece políticas y delega mandatos y descripciones de puestos al líder del grupo del NBIM.
Grupo líder en Norges Bank Investment Management	<ul style="list-style-type: none">• Establece lineamientos y delega tareas de trabajo y mandatos de inversión dentro de sus áreas de responsabilidad delegadas.

Fuente: NBIM (2021). Recuperado de: <https://www.nbim.no/en/organisation/governance-model/>

El denominado grupo líder del NBIM que gestiona en forma diaria el fondo está compuesto por el *Chief Executive Officer* (CEO), el *Chief of Staff/Deputy Chief Executive Officer*, *Chief Technology Officer* (Tecnología), *Chief Operating Officer* (Operaciones), *Chief Real Assets*

Officer (Activos reales), *Chief Risk Officer* (Riesgos), *Chief Governance and Compliance Officer* (Gobierno corporativo y cumplimiento), *Chief Equities Officer* (Acciones), y el *Chief Asset Strategies Officer* (Estrategia y portfolio manager).

Asimismo, el GPFNG de noruega expresa que como accionista mayoritario en muchas empresas, tiene la responsabilidad de ejercer sus derechos de propiedad en la forma más adecuada posible. Por lo que la participación activa como accionistas, para ser exitosa debe basarse en los principios de un buen gobierno corporativo. El fondo lo logra mediante un diálogo a largo plazo en forma individual con las empresas y basada en el conocimiento de las operaciones y la estructura de gestión de cada una de ellas. El mencionado conocimiento se genera a través de una gestión activa de inversiones, aumentando el potencial de resultados por una mayor calidad y competencia de la administración de las inversiones. Todo esto trajo un mayor reconocimiento de la importancia y complejidad que tiene la supervisión estratégica del fondo.

Aguilera, Bermejo, Capapé y Cuñat (2019), estudian el impacto que puede tener un fondo soberano en el gobierno corporativo de las empresas de su cartera de inversiones. En concreto, los autores estudian una nota pública del fondo soberano noruego. Según el trabajo de Aguilera *et al.* (2019), los inversores institucionales tienen múltiples mecanismos de gobernanza para ejercer un control externo incluyendo negociaciones en forma privada con los directorios de las firmas (Carleton, Nelson y Weisbach, 1998; Doidge *et al.*, 2019), propuestas de los accionistas (Cuñat, Giné, y Guadalupe, 2016), solicitando representación en el directorio (Appel, Gormley y Keim, 2016) o lograr conflictos de poder (Fos y Tsoutsoura, 2014). Todos estos mecanismos tienden a ser costosos y demandan recursos (Gantchev, 2013), lo cual es particularmente relevante para grandes inversores, realizar una participación activa, a largo plazo con una cartera de inversiones diversificada a nivel mundial. Es decir, el trabajo de Aguilera *et al.* (2019) sigue las prácticas de gobernanza del fondo soberano noruego para estudiar la eficacia de la influencia sistémica de los propietarios de activos a través de documentos de expectativas. Los autores mencionan que los esfuerzos iniciales del NBIM para tener una participación activa como accionista de las empresas que tenía participación en el fondo comenzaron en 2004 dirigido por el Consejo de Ética, el cual estaba enfocado en la detección de ética negativa similar a la del fondo de pensiones California Public Employees' Retirement System (CalPERS) de los Estados Unidos.

Por otro lado, en el documento de expectativas (*expectation documents*) publicado por Norges Bank Investment Management (responsable de la gestión operativa del fondo soberano noruego) en 2012, el trabajo (Nota) llamado Gobierno Corporativo declara que un gobierno corporativo efectivo tiene un impacto positivo, directo y de largo plazo en el valor de las empresas. En la nota se resalta la importancia que tiene el buen gobierno corporativo para mantener e incrementar el valor de las empresas a largo plazo. Y el NBIM declara explícitamente en la nota que a partir de ese momento, solicitaría a todas las firmas de su portafolio de inversiones cumplir con ciertas "expectativas de gobierno corporativo" (Aguilera *et al.*, 2019). Vale mencionar que estos documentos de expectativas son publicados por el NBIM desde 2008, donde se plasman

las expectativas sobre cómo las empresas que integran la cartera de inversiones deben abordar los desafíos globales en sus operaciones. Donde estas expectativas en gran medida coinciden con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la ONU (Naciones Unidas).

En la Nota de 2012, NBIM plantea su principal enfoque de gobierno corporativo que es centrarse en los mecanismos que los accionistas pueden usar directa o indirectamente para influenciar en las empresas para lograr un éxito empresarial sostenido. El administrador del fondo, opera un programa de gobierno corporativo donde establece expectativas genéricas para un buen gobierno corporativo que es uno de los pasos del programa (NBIM, 2012). Para finalizar, NBIM dismanteló la unidad de gobierno corporativo creada en 2005, que venía trabajando en temas éticos, e incorporó profesionales de gobernanza en el equipo de inversiones de acciones.

2.6 GOBERNANZA EN EL FGS

La administración operativa del FGS está a cargo de la ANSES. Dicho organismo nacional y estatal, posee una Subdirección Ejecutiva de Operación del FGS que se encarga de implementar las directrices establecidas por el Comité Ejecutivo del FGS. La subdirección mencionada es contemplada por la ANSES en su presupuesto operativo, los gastos que demande la administración del FGS, siendo este último la fuente de financiamiento de su funcionamiento. Una cosa distintiva con respecto a la administración de los fondos por parte de privados (ex AFJPs), es que la ANSES no percibe comisión alguna por la administración del FGS. La administración del FGS está alcanzada por la Ley 24.156 (Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional) y sus modificatorias. En su inicio, al subrogar todos los derechos del subsistema de capitalización, ANSES incorporó todo el personal altamente capacitado y profesionalizado de la Superintendencia de AFJP que controlaba a las gestoras privadas, las cuales la gran mayoría formaron parte del FGS desde el inicio, como así también incorporó parte del personal técnico pero no jerárquico de las AFJP.

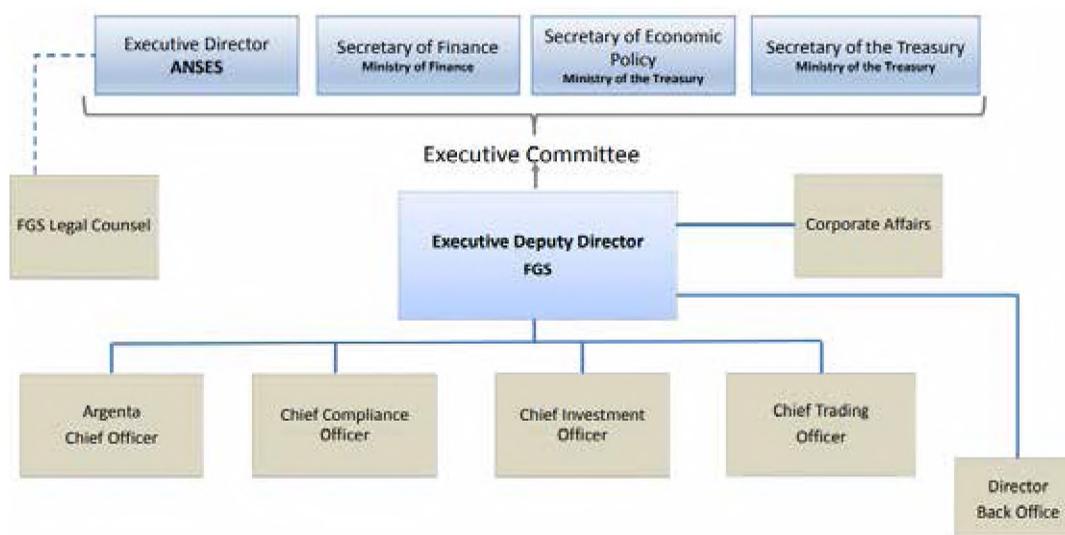
Las decisiones y el plan de inversiones en términos estratégicos son elaborados por el Comité Ejecutivo del FGS. Dicho comité está integrado por el Director Ejecutivo de la ANSES el cual se constituye como Director de dicho Comité, el Secretario de Hacienda, el Secretario de Finanzas y el Secretario de Política Económica pertenecientes al Ministerio de Economía de la Nación (Ver Figura 4). Se reúne mensualmente de acuerdo con su reglamento, y traza las líneas directrices dentro de las cuales se tienen que enmarcar las inversiones del FGS.

Asimismo fija los principios de seguridad y rentabilidad, contemplando los impactos de las decisiones de inversión en la macroeconomía, especialmente en la creación de empleo así como en la generación de recursos tributarios adicionales que percibiría la ANSES. Siempre sus políticas de inversiones se realizan monitoreando la diversificación de riesgos y adecuación

temporal de las inversiones que aseguren el cumplimiento de los objetivos del FGS. Por todas las funciones encargadas al Comité Ejecutivo, la ANSES no podrá apartarse de los lineamientos y directivas fijadas. Dicho comité se encarga de la aprobación o rechazo de las solicitudes de operaciones activas que haya recibido el Subdirector del FGS o el Director Ejecutivo de la ANSES y que éstos hayan remitido al Comité Ejecutivo para su análisis.

Por otro lado existe un Comité de Inversiones, presidido por el Subdirector de Operación del FGS, el Director de Inversiones y el Director de Operaciones. Allí se evalúan la admisibilidad y procedencia de propuestas de financiamiento de proyectos productivos y de infraestructura, como así las posibles suscripciones de oferta primaria de títulos valores emitidos por el Estado en sus diversos estamentos y el mercado en general. Además, se establecen y discuten políticas de valuación de los distintos activos financieros, detección de oportunidades de inversión por parte del fondo y la negociación de títulos valores que se posean en el mercado secundario.

Figura 4. Gobierno Corporativo del fondo de garantía de sustentabilidad



Fuente: ANSES (2017). Recuperado el 25/09/2021 de: <http://fgs.anses.gob.ar/FGS-English.pdf>.

Aclaración: el Secretario de Finanzas depende actualmente del Ministerio de Economía, debido a que el Ministerio de Finanzas ya no existe, como así los demás secretarios dependen del Ministerio de Economía. El organigrama actual del FGS presenta modificaciones desde el 2020.

El FGS de la ANSES posee diversos controles cruzados de parte de distintos órganos internos y por parte del Estado con auditorías y supervisión. Es decir, el FGS está sujeto al control de organismos internos y externos al sector público argentino, a fin de garantizar la absoluta transparencia en su funcionamiento y operatoria. En la Figura 5, se muestran los ins-

titutos de supervisión externa, y adicionalmente se menciona que el control interno lo realiza la Dirección de Control del FGS.

Por su lado, el Consejo del FGS monitorea los recursos del sistema previsional que está integrado por un miembro de ANSES; un miembro de la Jefatura de Gabinete de Ministros; dos representantes de órganos consultivos de jubilados y pensionados del ANSES; tres representantes de los trabajadores de las organizaciones más representativas; dos representantes de las organizaciones empresariales más representativas; dos representantes de las entidades bancarias más representativas; un diputado y un senador, todos con cargos ad honorem y designados por el Poder Ejecutivo Nacional (PEN) a propuesta de las entidades respectivas.

Al mismo tiempo, está la Comisión Bicameral del Poder Legislativo de la Nación (integrada por seis senadores y seis diputados); la Auditoría General de la Nación (AGN); la Sindicatura General de la Nación (SIGEN) y la Defensoría del Pueblo de la Nación (DPN). Ante ellos la ANSES debe responder a cada uno de los interrogantes que aparecen y explicar el desarrollo de la gestión con los destinos y proyecciones de los recursos, dándole transparencia a la administración.

Figura 5. Gobierno Corporativo del fondo de garantía de sustentabilidad – Supervisión externa



Fuente: Elaboración propia en base a ANSES (2017). Recuperado el 25/09/2021 de: <http://fgs.anses.gob.ar/FGS-English.pdf>

Las actas del Comité Ejecutivo del FGS (hasta la actualidad hay 194 actas) y actas del Consejo del FGS (hasta la actualidad hay 61 actas) son públicas y están disponibles en el sitio institucional del fondo, por lo que muestra una buena política de transparencia. Complementan esta transparencia, las presentaciones que se realizan ante la Comisión Bicameral del Congreso Nacional.

Desde 2018, el FGS cuenta con un Código de Ética y Estándares de Conducta que tiene por objeto establecer los valores éticos y principios generales que deben regir la conducta de los empleados de la ANSES que presten servicios en el Fondo. Su alcance es para los empleados que realicen tareas en el FGS, en todos los niveles y jerarquías, temporarios o permanentes, remunerados u honorarios. En el mismo se contempla un Comité de Ética, creado a los fines de supervisar las obligaciones que se establecen en el código y que resulta autoridad de aplicación. Dicho Comité estaba integrado en sus orígenes por el Subdirector Ejecutivo de Operación del FGS, el Director de Inversiones, el Director de Operaciones, el Director General del Programa Argenta y el Director de Asuntos Legales del FGS. Asimismo, el FGS cuenta con una Dirección de Gestión de Asuntos Societarios.

Como puede observarse, en líneas generales el FGS cuenta con un adecuado sistema de decisiones de las inversiones que se realizan, y posee controles de diversos niveles tanto internos como externos.

3. HIPÓTESIS

Las prácticas de gobierno corporativo y las decisiones de inversión implementadas por el fondo soberano noruego, pueden ser referencia para ayudar a mejorar la transparencia, gobernanza y la gestión financiera del fondo de garantía de sustentabilidad argentino.

4. DATOS ENCONTRADOS

El fondo soberano noruego tiene una participación minoritaria en más de 9.100 empresas de todas partes del mundo. Según su sitio institucional, el fondo en promedio posee el 1,4% de todas las empresas cotizadas del mundo. Las inversiones se distribuyen en la mayoría de los mercados, países, sectores económicos y monedas para lograr una amplia exposición al crecimiento global, la creación de valor, y garantizar una buena diversificación del riesgo. Posee acciones, bonos y bienes raíces (*real estate*) en todo el mundo, pero invierte solo en el extranjero para que la economía noruega no se sobrecaliente.

A fines del primer semestre de 2021, el valor de mercado del fondo era de 11,67 billones de coronas noruegas. Y en agosto de 2021, superaba los 12 billones de coronas noruegas (equivalentes a 1,35 billones de dólares estadounidenses)². La cartera de inversiones del fondo en la primera mitad de 2021, se invirtió en un 72,4% en acciones (*equity*), 25,1% en renta fija, 2,4% en bienes raíces no cotizados y 0,1% en infraestructura de energía renovable no

² Más de 12.000.000.000.000 coronas noruegas (equivalente a más de 1.350.000.000.000 dólares estadounidenses).

cotizada (Figura 6). Este fondo puede invertir hasta el 30% de sus inversiones en activos de renta fija.

La estrategia de inversión del fondo se ha reflejado en la elección de un índice de referencia (*benchmark*) para cada clase de activos y un mandato de gestión para replicar/seguir de cerca estos índices definidos. Esto permite la elección de una cartera de referencia que determina en gran medida la rentabilidad que generará el fondo en el largo plazo. Asimismo, la estrategia en los últimos años ha llevado a una mayor aplicación de fondos en renta variable a medida que el fondo ha crecido y su inversión ha ampliado el horizonte temporal; una menor participación en activos europeos con énfasis en que el riesgo cambiario ha desaparecido; una expansión de inversiones en más países, monedas, empresas y emisores para reflejar mejor la situación financiera global de los mercados; y un movimiento cauteloso hacia otras clases de activos como inmuebles y en infraestructura de energía renovable (NBIM, 2020).

El fondo soberano tiene una estrategia de inversión pública y explícita, debido a que utiliza índices de referencia (*benchmark*) seleccionados que son provistos comercialmente por el FTSE y Bloomberg (para *equities* -acciones- el FTSE Russell All World y el FTSE Global All Cap, y para *fixed income* -bonos- el Bloomberg Barclays Global-Aggregate Total Return Index Value Unhedged). Para realizar sus inversiones en acciones, el fondo excluye las empresas noruegas que pertenecen al índice y realiza correcciones a través del tiempo de las ponderaciones de cada país para considerar los vínculos con la economía de Noruega.

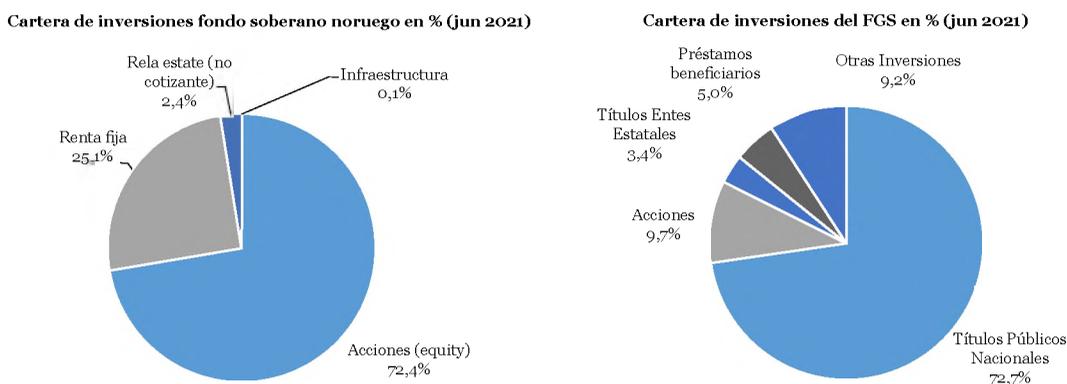
Por el otro lado, a fines de junio de 2021 el valor de la cartera de inversiones del FGS ascendía a \$ 4,2 billones (al considerar la valuación en dólares alcanzó a los USD 43.920 millones). La cartera está invertida principalmente en activos de renta fija, siendo preponderante la ponderación de los títulos públicos, tanto soberanos como provinciales y municipales. Especificando, la principal clase de activos es en Títulos Públicos Nacionales que representaban casi el 73% del valor total de la cartera del FGS al cierre del segundo trimestre 2021 (Ver Figura 6). Los títulos soberanos están invertidos principalmente en moneda local, siendo la principal inversión los bonos emitidos en pesos con capital ajustable por CER (inflación). Desagregando, los Títulos Públicos no Garantizados Negociables alcanzaron 59,3% del FGS.

El FGS en su portafolio de inversiones posee acciones de importantes empresas de la Argentina y de diversos sectores económicos. En total tiene participaciones en acciones de 44 empresas privadas (a través de distintas clases de acciones generalmente con un voto y posee dos *American Depositary Receipt* -ADR-) y acciones de 2 sociedades estatales. Las acciones representaron el 9,7% de la cartera siendo el segundo tipo de instrumento en términos de importancia (a junio 2021), totalizando \$ 407 mil millones. Se destaca que las cinco principales acciones en cartera concentraron el 60,6% del total de acciones del fondo.

Los otros activos en que invierte el fondo son los Títulos de Deuda emitidos por Entes Estatales y Mutuos Provinciales, en préstamos a beneficiarios del SIPA (créditos a jubilados y

pensionados, y a otros beneficiarios de la seguridad social), obligaciones negociables de empresas (bonos corporativos), fondos comunes de inversión (FCI), préstamos a provincias (Ley 27.260), plazo fijos, proyectos productivos o de infraestructura, entre otras.

Figura 6. Cartera de inversiones de los fondos analizados (a junio 2021)



Fuente: Elaboración propia en base a ANSES (2021) y sitio oficial del NBIM (2021).

A diferencia del fondo soberano noruego, el FGS no tiene explicitado índices de referencias (*benchmark*) para evaluar la performance de las inversiones que realiza. Pero en los informes de gestión trimestrales, el FGS muestra la evolución del valor de las inversiones en acciones comparado con el mercado accionario local, considerando como referencia el índice S&P Merval. Asimismo, en algunos de dichos informes se muestran comparaciones de rendimiento de los activos de renta fija comparado con el índice de bonos que elabora el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) de Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA).

Como establece la norma vigente, la ANSES debe participar como accionista en las asambleas de las compañías en que tiene participación para ejercer sus derechos políticos. Fundamentado por la Ley N° 26.425 en su art. 18, por las normas regulatorias del mercado de capitales, y debido a que las inversiones del FGS deben cumplir normas que exigen el desempeño en forma diligente de un buen hombre de negocios y con un deber fiduciario del administrador del FGS (ANSES), que es un patrimonio de afectación específica.

Desde la creación del fondo, el Estado Nacional pudo nombrar en cargos de directores de empresas a diferentes personas cuya elección se realiza por fuera del FGS, si bien la instrucción sale desde ANSES. Asimismo, ha participado activamente en las distintas asambleas societarias. En 2020, con la sanción de Ley N° 27.574 de defensa de los activos del FGS del SIPA se establece que la ANSES entenderá en la determinación y ejecución de las políticas y acciones que hacen al ejercicio de los derechos societarios de las participaciones accionarias, tenedores de deuda de empresas, fideicomisos y/o FCI, donde tenga tenencias accionarias el FGS, y dictará las normas que resulten necesarias con el fin de regular la designación, función,

responsabilidad, actuación y remuneración de los representantes que sean designados/as en virtud de las tenencias accionarias en las empresas. A su vez, la designación y actuación del director/a societario, por las acciones o participaciones societarias de la ANSES-FGS no resultarán alcanzadas por el art. 264, inciso 4, de la Ley General de Sociedades 19.550, t. o. 1984 y sus modificaciones.

Asimismo, la mencionada ley establece que los directores/as quedan exceptuados de las incompatibilidades previstas por el PEN en el Régimen sobre Acumulación de Cargos, Funciones y/o Pasividades para la Administración Pública Nacional. Se creará un fondo de afectación específica, bajo la administración de la ANSES, el cual estará integrado con la transferencia de los honorarios que perciban los funcionarios públicos designados como directores en las sociedades, fideicomisos o FCI donde el FGS tenga participación accionaria, como así toda otra transferencia que disponga dicha administración.

La administración de la cartera en acciones que posee el FGS resalta la importancia en las decisiones de inversión del organismo previsional por la alta participación relativa que posee en las empresas argentinas que cotizan que tiene en su poder (Salvatierra, 2011). El FGS de la ANSES, reemplazando a las AFJP, convirtiéndose en el inversor institucional más importante del país y uno de los organismos con mayores activos de Latinoamérica refuerza la importancia de los efectos que derivan de su gestión.

En general, la ANSES tiene una estrategia de mantener las acciones argentinas, teniendo una actitud pasiva buscando un rendimiento por valorización en el precio por ganancia de capital o por el cobro de dividendos de las utilidades como hizo saber en algunas de las asambleas que participó. En los últimos años, ha comenzado a incrementar su participación en empresas que considera estratégicas.

Por ello, la incursión de la ANSES en las asambleas de las sociedades en forma activa y haciendo valer sus derechos como accionista al buscar su beneficio propio, en forma colateral beneficia a los accionistas minoritarios que muchas veces no se lo ha respetado. Todo ello, adicionado a los costos de monitoreo y seguimiento que los inversores individuales e institucionales deben realizar, protegidos con un adecuado marco legal y judicial servirá para el desarrollo del mercado de acciones, y el buen gobierno corporativo que pregona la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 de Argentina.

Otra diferencia entre los dos fondos analizados, es que el FGS no posee acciones en empresas extranjeras, en cambio el fondo noruego posee participación en más de 9.000 empresas a nivel global. Otra gran divergencia, es que el fondo soberano noruego puede invertir hasta un 30% de su portafolio en activos de renta fija, en cambio el fondo de garantía argentino puede invertir más en esta clase de activos y principalmente en títulos de deuda pública. Esto muestra una distinción en la diversificación del riesgo, debido a que el fondo argentino concentra sus inversiones localmente y principalmente en un mismo emisor como es el mismo soberano.

Tabla 1. Breve comparación entre GPFG/FGS y de los países

Detalle	Government Pension Fund Global (Noruega)	Fondo de Garantía de Sustentabilidad (Argentina)
Clase de fondo de inversión	Soberano	Pensiones no tradicional (reserva)
Administración del fondo	Norges Bank Investment Management (NBIM)	Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES)
Activos bajo administración (AUM) en USD	1.330.000.000.000	43.920.000.000
Participación en empresas cotizantes	+9.000	44
Principal activo en portafolio (en %)	72,4% (Acciones)	72,7% (Bonos soberanos)
Índice de referencia (Benchmark)	Si – índices FTSE y de Bloomberg	No – <i>Total Return</i>
Modelo de Gobierno Corporativo en empresas del país	Nórdico	Latina
PBI (precios corrientes en USD) del país en 2020	362.009.000.000	388.279.000.000
Población (estimada)	5,4 millones	45,8 millones
Valor total del fondo/PBI	367,4%	11,31%

Fuente: ANSES (2021). Sitio oficial del NBIM (2021), International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook Database (April 2021) y otras.

5. CONCLUSIONES

La comparación entre el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de Argentina y el Government Pension Fund Global (GPFG) de Noruega tiene puntos de encuentro a pesar de sus diferencias en su tipología, por sus tamaños y su gobernanza.

Para comenzar, el FGS es un fondo de pensiones no tradicional y el GPFG es un fondo soberano de maximización de capital. Como se detalló, los fondos soberanos están exentos del pasivo que supone la obligación con los pensionados que caracteriza a los fondos públicos de pensiones tradicionales. La ausencia de obligaciones y compromisos con terceros tiene una clara incidencia en la definición de la política de inversión, por no tener necesidades de liquidez para afrontar pagos periódicos. Por su lado, el FGS es un fondo de reserva a fin de instrumentar una adecuada inversión de los excedentes financieros del régimen previsional público y contribuir a la preservación de su valor, y al ser un fondo de afectación específica fue creado para asistir a la ANSES en caso que no pudiera afrontar los pagos de las jubilaciones y pensiones.

Por otro lado, la diferencia en tamaño de los fondos analizados es evidente, el fondo soberano noruego es 30,2x (veces) mayor al fondo de sustentabilidad argentino valuados a

mediados de 2021 en dólares. Representando el fondo noruego el 367,4% de la economía total de Noruega, y el fondo de garantía argentino representa el 11,31% del Producto Bruto Interno (PBI) de la Argentina.

Dentro de las inversiones que realizan estos dos fondos, existen dos grandes diferencias: la primera tiene que ver en que el fondo soberano noruego invierte en activos globales y no de su país, en cambio el fondo argentino solo puede invertir en activos locales teniendo prohibido realizar inversiones en el exterior. Esto trae problemas a este último fondo en la diversificación de sus inversiones en regiones, países y sectores de la economía. La otra gran diferencia en los portafolios de inversiones, es que el fondo noruego invierte principalmente en acciones (renta variable) de empresas de todos el mundo (+72% de total del portafolio), y el fondo argentino invierte en su mayor porcentaje en activos de renta fija pública nacional (también +72% del total). Un riesgo que asume el fondo noruego, es que los activos de renta variable presentan una mayor volatilidad en sus valuaciones por la clase de activo, y el riesgo adicional del fondo de garantía es la concentración en activos de renta fija emitidos por un mismo emisor como es el mismo soberano.

Los dos fondos presentan adecuados modelos de gobernanza, mostrando un sistema de toma de decisiones y de control robustos en la gestión de las inversiones. Los mismos tratan de mostrar validación pública de sus decisiones y tienen políticas de transparencia con el objetivo de satisfacer los objetivos impuestos por la ley. Pero el fondo soberano noruego se destaca internacionalmente por sus niveles de transparencia y gestión altamente profesionalizada. Como así, se destaca en la implementación de prácticas exigidas de gobierno corporativo en las distintas empresas en las que participa, puestas de manifiesto explícitamente por el NBIM en su documento de expectativas.

Adicionalmente, la comprensión del alcance y los canales de influencia de los propietarios activos (ya sean fondos de pensiones, fondos mutuos o fondos soberanos) en las políticas de sostenibilidad de las empresas sigue siendo un tema importante y relevante. En general, los inversores institucionales tienen una gran participación en la propiedad de las empresas a nivel global, pero han sido criticados por no ser lo suficientemente proactivos con respecto a las políticas implementadas por las empresas. Los inversores institucionales cada vez ejercen una mayor influencia en los consejos de administración, o en las altas direcciones de las empresas en las que tienen acciones. La influencia en la gobernanza por parte de estos fondos, la hacen al dialogar en forma directa con la dirección o el consejo de administración para abordar los temas de gobernanza conflictivos, pueden votar en las asambleas generales de accionistas o proponer nuevos directores para el consejo de dirección (denominado canal voz). O de otra manera, los inversores institucionales pueden desinvertir en sus posiciones o realizar una amenaza de desinvertir (denominado votar con los pies, o canal de salida).

Como propuesta y dando respuesta a la hipótesis planteada, la mejora en un anuncio o en una nueva política de gobierno corporativo como puede ser un documento de expectativas como

hizo el fondo noruego, con una participación activa como inversionista, puede llevar al FGS a mejorar en términos generales su calidad en la gobernanza del fondo y estimular la reacción de las empresas en las que se tiene participación o potenciales para una mejora en esta temática. La exposición del portafolio del FGS en aquellas compañías que cotizan en el Índice de Sustentabilidad y en panel de Gobierno Corporativo de BYMA en la Argentina, puede ser un inicio de este cambio propuesto. Como también, normas que traten de cubrir los conflictos de intereses de los directores designados por el Estado para velar por su independencia y criterio profesional.

Con respecto a su plan estratégico de inversiones, realizarlo en forma explícita con una orientación a criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) puede llegar a mejorar los niveles de gestión y transparencia. Diversos trabajos demuestran que realizar inversiones sostenibles no significa renunciar a un crecimiento económico o bienestar financiero para sistemas de pensiones y fondos soberanos (Hoffmann & Parrado, 2020). Lo mismo si el FGS pueda identificar diferentes índices de referencia para las distintas clases de activos que posee en cartera para poder evaluar objetivamente su performance, como posee explícitamente el fondo soberano noruego. O como en un futuro poder analizar la posibilidad de adicionar inversiones en el exterior por parte del FGS para poder diversificar el riesgo sistémico local.

Para finalizar, en Argentina no existen fondos que cumplan con los requisitos de ser de nivel nacional e invertir en activos extranjeros. Por ejemplo, el Fondo Nacional de la Vivienda (FONAVI) y el FGS no invierten en activos extranjeros. Asimismo el FGS no se considera un fondo de recursos naturales debido a que el fondo no se financia de manera explícita con los ingresos de recursos naturales como son algunos fondos soberanos. Vale mencionar, la creación en 2020 por parte de la provincia de Neuquén de un fondo anticíclico a partir de una porción de las regalías hidrocarburíferas que genere la producción exportada de petróleo y de gas natural. El denominado Fondo de Estabilización y Desarrollo del Neuquén (FEDeN), tiene como destino enfrentar crisis y emergencias (herramienta de política fiscal), como así financiar proyectos que promuevan el desarrollo sustentable de la mencionada provincia.

Por último, los fondos soberanos han tratado de diferenciarse de otros fondos institucionales sobre la base de que tienen niveles de transparencia, rendición de cuentas y gobernanza superiores a la media de los inversores, pero a algunos de dichos fondos se los ha criticado por su irresponsabilidad, discrecionalidad, poca transparencia y mala gobernanza. Por ello la importancia de las prácticas de buena gobernanza, la transparencia y que sean verificables, inmunizarán las decisiones de inversión de los fondos soberanos y de pensiones de la política, y establecerán confianza a pesar de las difíciles circunstancias que se viven en los distintos países y globalmente.

REFERENCIA BIBLIOGRÁFICAS

Aguilera, R. V., Bermejo, V. J., Capapé, J., & Cuñat, V. (2019). The systemic governance influence of universal owners: evidence from an expectation document. *European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper*, (625). SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3411566> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3411566>

ANSES. (2021). *Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino*- Informe estadístico trimestral – Segundo trimestre 2021. Recuperado el 24/09/2021 de: <http://fgs.anses.gov.ar/archivos/secciones/FGS%20-%20II.TRIM.21.pdf>

ANSES. (2020). *Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino*- Informe de gestión de FGS desde diciembre de 2019 hasta abril de 2020. Recuperado el 24/09/2021 de: http://fgs.anses.gov.ar/archivos/secciones/Informe%20de%20gesti%C3%B3n%20de%20FGS%20diciembre%202019%20_%20Abril%202020.pdf

ANSES. (2017). *Presentación institucional*. Recuperado el 25/09/2021 de: <http://fgs.anses.gov.ar/FGS-English.pdf>

Barr, N. y Diamond, P. (2012). *La reforma necesaria, el futuro de las pensiones*. Madrid: Edición El hombre tres. Capítulos 4, 117.

Capapé, J. (2017). *Panorama de los fondos soberanos: el caso de América Latina*. Foro Económico Mundial (World Economic Forum), 06/04/2017. Recuperado de: <https://es.weforum.org/agenda/2017/04/panorama-de-los-fondos-soberanos-el-caso-de-america-latina/>

Collacciani, H. (2020). *Notas de clase sobre Gobierno Corporativo*. Curso de posgrado Ética y Gobernanza. Facultad de Cs. Económicas de la Universidad Nacional de La Plata.

Ferrara, P. (2018). *National Wealth Funds*. *Revista Jurídica*. Universidad de San Andrés. Suplemento de Energías Renovables. <https://udes.edu.ar/revista/suplemento-de-energia-y-recursos-naturales/articulo/national-wealth-funds>

Gilson, R. (2018). From Corporate Law to Corporate Governance (Capítulo). En J. N. Gordon and W.G. Ringe (Eds.), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* (pp. 2-30). Oxford University Press. <https://www.oxfordhandbooks.com/view/10.1093/oxfordhb/9780198743682.001.0001/oxfordhb-9780198743682-e-10>

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

Hoffmann, B., Armangue i Jubert, T. & Parrado, E. (2020). *The Business Case for ESG Investing for Pension and Sovereign Wealth Funds*. Inter-American Development Bank. Policy Brief N° IDB-PB-338. DOI: <http://dx.doi.org/10.18235/0002455>

International Forum of Sovereign Wealth Funds – IFSWF-. (2022). *About the IFSWF Membership*. Recuperado de: <https://www.ifswf.org/about-ifswf-membership>

IFSWF. (2020). *IFSWF Annual Review 2020*. Recuperado de: <https://ifswfreview.org/>

IFSWF. (2008). *Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practice “Santiago Principles”*. (p.3). Recuperado de: https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_o_o.pdf

International Monetary Fund. (2021). *World Economic Outlook Database* (April 2021). Recuperado de: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/April>

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

Norges Bank Investment Management – NBIM. (2020). *Investing with a mandate*. Recuperado de: <https://www.nbim.no/en/publications/management-reviews/2020/the-funds-first-30-years/>

NBIM. (2012). *Corporate Governance*. November 19. Norges Bank Investment Management Discussion Note. Recuperado de: <https://www.nbim.no/en/publications/discussionnotes/2012/corporate-governance/>

OCDE. (2015). *Principios de Gobierno Corporativo y del G20*. Ediciones Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

OCDE. (2008). *Sovereign Wealth and Pension Fund issues*. Recuperado de: https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/sovereign-wealth-and-pension-fund-issues_243287223503

PwC. (2018). *The rising attractiveness of alternative asset classes for Sovereign Wealth Funds*. Recuperado de:

<https://preview.thenewsmarket.com/Previews/PWC/DocumentAssets/498560.pdf>

Salvatierra, J. M. (2011). *Mercado de Capitales Argentino: efectos de los fondos estatizados del sistema previsional sobre el mercado bursátil y las acciones cotizantes*. (Tesis de Maestría). Universidad Nacional de La Plata). Repositorio institucional SEDICI:

<http://sedici.unlp.edu.ar/handle/10915/17852>

Tirole, J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, 69: 1-35.

<https://doi.org/10.1111/1468-0262.00177>

Tricker, B. (2012). The Evolution of Corporate Governance (Capítulo). En Clarke, T., & Branson, D. M. (Eds.). *The SAGE handbook of corporate governance*. Sage Publications. (1st. ed., 39-61).

CURRICULUM VITAE

Juan Manuel Salvatierra

Magister en Dirección de Empresas y Contador Público de la Universidad Nacional de La Plata (UNLP), Argentina. Doctorando en Ciencias de la Administración en la misma universidad. Docente de Finanzas de Empresas en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de La Plata (UNLP) y de Posgrado en otras Universidades. Los Mercados de Capitales y la Gestión Financiera son su principal área de producción académica. Experiencia profesional en Inversiones de Fondos de Pensiones y en Agencia de Calificación de Riesgo de la Universidad Pública.

juanmanuel.salvatierra@econo.unlp.edu.ar