

KLAUDIA KACZMAREK

PAŃSTWOWE FUNDUSZE MAJĄTKOWE W ROLI INWESTORÓW TRANSGRANICZNYCH

I. WSTĘP

Sovereign wealth funds (SWF; w literaturze używa się również polskich odpowiedników nazwy: państwowe fundusze majątkowe lub państwowe fundusze inwestycyjne), nie stanowią *novum* w światowym systemie finansowym¹. Ich historia sięga 1953 r., kiedy został utworzony pierwszy SWF – Kuwait Investment Authority. Jednakże w ciągu ostatniej dekady znaczenie tej formy zaangażowania państwa w gospodarkę znacznie wzrosło ze względu na skokowy wzrost liczby funduszy i wartości aktywów, którymi zarządzają.

Celem artykułu jest zarysowanie problematyki związanej z działalnością SWF, a przede wszystkim transgranicznymi inwestycjami funduszy. W szczególności rozważania koncentrują się na inwestycjach SWF w sektory gospodarki wyjątkowo ważne z perspektywy interesu państwa i jego bezpieczeństwa (strategiczne). W opracowaniu podjęto próbę sformułowania odpowiedzi na pytanie, w której grupie państw – rozwiniętych czy rozwijających się – fundusze dążą do uzyskania większego wpływu na funkcjonowanie przedsiębiorstw działających w tych sektorach. Punktem wyjścia rozważań jest hipoteza, że SWF obejmują większe udziały, dające szersze możliwości kontroli nad podejmowanymi decyzjami w przedsiębiorstwach reprezentujących sektory strategiczne państw rozwiniętych.

Podstawową metodą badawczą zastosowaną w opracowaniu jest analiza porównawcza. W jej ramach wykorzystywano także analizę struktury i analizę zmienności zjawisk.

II. DEFINICJA I KLASYFIKACJE SWF

Jak dotąd, nie została wypracowana powszechnie akceptowana definicja SWF, gdyż badacze państwowych funduszy majątkowych nie są zgodni co do kwestii, które podmioty powinny być ujmowane w tej kategorii. Ponadto, zadanie zdefiniowania SWF komplikuje niejednorodność funduszy.

¹ Sama nazwa powstała jednak stosunkowo niedawno. Po raz pierwszy została użyta przez Andrew Rozanova w artykule *Who Holds the Wealth of Nations?*, „Central Banking Journal” 15, 2005, nr 4, s. 52-57.

Wspólne elementy większości definicji to akcentowanie źródła finansowania SWF (przychody ze sprzedaży surowców naturalnych, realizacja procesów prywatyzacyjnych, nadwyżki budżetowe lub akumulacja rezerw walutowych), typu aktywów, którymi te fundusze administrują (zagraniczne), oraz sposób, w jaki nimi zarządzają (długoterminowa perspektywa inwestycyjna, rzadziej średnioterminowa)². W wielu definicjach kładzie się też nacisk na realizowanie przez SWF określonej funkcji.

W zależności od przyjętej definicji liczba SWF wymienianych w różnych źródłach może wahać się od około 30 do 83, a łączna wartość aktywów, którymi te fundusze zarządzają, mieści się między 2,4 a 5,9 biliona USD³.

Na potrzeby niniejszego artykułu przyjęto definicję proponowaną przez Sovereign Wealth Fund Institute (SWF Institute) i za SWF uznano wszystkie podmioty, które zalicza on do tej kategorii inwestorów⁴. Zgodnie z definicją SWF Institute, SWF to „stanowiący własność państwa fundusz inwestycyjny, złożony z aktywów finansowych, których źródłem finansowania mogą być: nadwyżka bilansu płatniczego, operacje z użyciem rezerw walutowych, procesy prywatyzacyjne, transfery z budżetu państwa, nadwyżki budżetowe i/lub wpływy z eksportu surowców”. Zgodnie z danymi SWF Institute, na koniec 2010 r. na świecie działało ok. 56 SWF, które zarządzały aktywami o szacunkowej łącznej wartości 4,332 biliona USD⁵.

Według najpopularniejszych klasyfikacji SWF dzieli się ze względu na źródło państwowego bogactwa umożliwiającego sfinansowanie funduszu oraz cel funkcjonowania funduszu. Na podstawie pierwszego warunku wyróżnia się towarowe i nietowarowe SWF. Fundusze towarowe (*commodities SWFs*) są tworzone z dochodów ze sprzedaży surowców, przede wszystkim ropy naftowej. Natomiast źródło finansowania funduszy nietowarowych (*non-commodities SWFs*) stanowi najczęściej akumulacja rezerw dewizowych lub oszczędności akonto przyszłych zobowiązań emerytalnych⁶. W skali światowej ok. 60% zasobów SWF pochodzi ze sprzedaży strategicznych dla gospodarki surowców, to znaczy ropy naftowej i gazu ziemnego.

Za autora drugiej klasyfikacji uznaje się Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Ze względu na cel funkcjonowania funduszu wyróżnia on 5 rodzajów SWF (w tabeli 1 przedstawiono ich krótkie charakterystyki). W praktyce nierzadko zdarza się, że dany fundusz pełni więcej niż jedną funkcję, ponadto mogą się one zmieniać z biegiem czasu⁷.

² S. Mezzacapo, *The So-called „Sovereign Wealth Funds”: Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision*, „Economic Papers” 378, Brussels, April 2009, s. 4.

³ E. Truman, *Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation?*, Peterson Institute for International Economics, September 2010, s. 16.

⁴ Jest to uzasadnione z punktu widzenia spójności opracowania – autorka korzystała z bazy danych tej instytucji.

⁵ Zob. www.swfinstitute.org.

⁶ M. Maslakovic, *Sovereign Wealth Funds 2010*, IFSL Research, London March 2010, s. 3.

⁷ Tak było np. w wypadku kanadyjskiego Alberta’s Heritage Savings Trust Fund. Fundusz został utworzony z myślą o przyszłych pokoleniach, obecnie jednak służy głównie finansowaniu projektów rozwojowych (<http://www.finance.alberta.ca>).

Tabela 1

Klasyfikacja SWF ze względu na cel istnienia funduszu

Fundusz	Charakterystyka
Fundusz stabilizacyjny (<i>stabilization fund</i>)	– Cel: niwelowanie wpływu wahań cen towarów eksportowych na budżet i gospodarkę. – Tworzone przez państwa bogate w zasoby naturalne.
Fundusz oszczędnościowy (<i>savings fund</i>)	– Cel: zabezpieczenie przyszłych pokoleń – zastąpienie bogactwa w formie zasobu nieodnawialnego surowca zdywersyfikowanym portfelem aktywów finansowych.
Fundusz inwestujący rezerwy walutowe (<i>reserve investment corporation</i>)	– Cel: zwiększenie dochodu z rezerw dewizowych. Często aktywa zgromadzone w tego typu funduszach są nadal zaliczane do rezerw walutowych.
Fundusz rozwojowy (<i>development fund</i>)	– Cel: finansowanie projektów społecznych i gospodarczych, realizacja przyjętej polityki wspierania określonych gałęzi gospodarki, które mają stanowić podstawę wzrostu gospodarczego w przyszłości.
Fundusz rezerwy emerytalnej (<i>contingent pension reserve fund</i>)	– Cel: zabezpieczenie finansów państwa na wypadek realizacji zobowiązań potencjalnych jego budżetu i/lub niewydolności systemu emerytalnego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Allen, J. Caruana, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, IMF, February 2008, s. 5-6.

III. ZNACZENIE SWF W GLOBALNYM SYSTEMIE FINANSOWYM

1. Liczba SWF i wartość ich aktywów

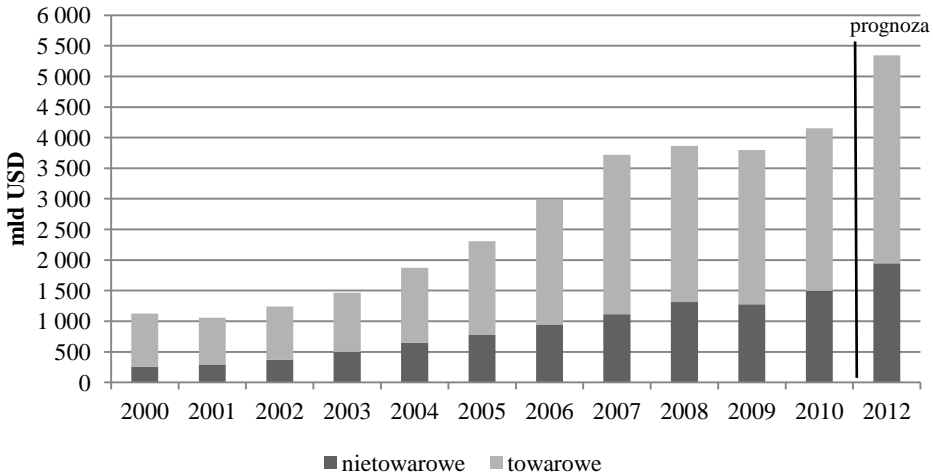
Od powstania pierwszego SWF w 1953 r. do końca 2000 r. na świecie ustanowiono ok. 26 funduszy tego typu (19 towarowych i 7 nietowarowych). Po 2000 r. tempo wzrostu liczby funduszy istotnie się zwiększyło. Do końca 2010 r. powstały kolejne 24 fundusze (14 towarowych i 10 nietowarowych)⁸. W latach 2001-2010 łączna wartość aktywów zgromadzonych w SWF także rosła w bezprecedensowym tempie. Zgodnie z szacunkami TheCityUK, niezależnej instytucji badawczej, w 2000 r. aktywa SWF wynosiły ok. 1 biliona USD, a na koniec 2010 r. – ponad 4,1 biliona USD. Z prognoz TheCityUK wynika, że łączna wartość aktywów zgromadzonych w SWF w 2012 r. osiągnie poziom ok. 5,4 biliona USD⁹. Wzrost SWF determinowany jest przede wszystkim dwoma czynnikami: cenami surowców oraz tempem akumulacji rezerw dewizowych.

⁸ Obliczenia własne na podstawie danych SWF Institute oraz informacji udostępnianych przez SWF na jego stronach internetowych.

⁹ *Sovereign Wealth Funds April 2011*, Financial Market Series, TheCityUK, London April 2011, s. 1.

Wykres 1

Wzrost wartości aktywów zarządzanych przez SWF ogółem

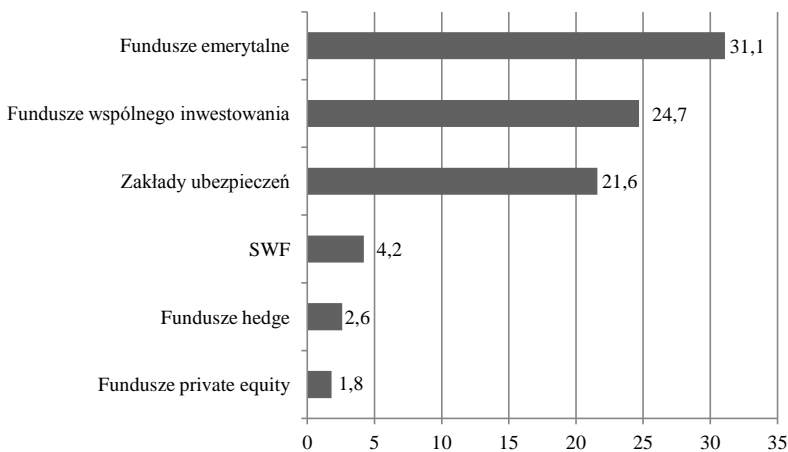


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych TheCityUK.

Za miarę znaczenia SWF w globalnym systemie finansowym można przyjąć relację wartości aktywów, którymi fundusze zarządzają, do wartości aktywów innych instytucji finansowych. Porównanie to zostało przedstawione na wykresie 2.

Wykres 2

Aktywa zarządzane przez wybrane grupy inwestorów w ujęciu globalnym (bln USD)



Źródło: *Sovereign Wealth Funds*, April 2011, s. 1.

Z danych przedstawionych na wykresie 2 wynika, że SWF zarządzają łącznie znacznie mniejszymi portfelami niż fundusze emerytalne, fundusze wspólnego inwestowania i zakłady ubezpieczeń. Aktywa SWF przekraczają jednak zasoby zgromadzone przez fundusze hedgingowe i typu *private equity*. O sile i znaczeniu SWF na światowych rynkach finansowych nie decyduje jednak suma aktywów wszystkich SWF w porównaniu z innymi grupami inwestorów instytucjonalnych. Wyróżnikiem SWF jest wielkość aktywów w skali pojedynczego podmiotu. Fundusze te nierzadko zarządzają olbrzymimi zasobami (na przykład Abu Dhabi Investment Authority zgromadził aktywa o wartości przekraczającej 600 mld USD).

Geograficzny rozkład zasobów zgromadzonych w SWF jest nierównomierny. Największe aktywa posiadają fundusze z Azji (38%) i Środkowego Wschodu (37%), a w następnej kolejności SWF z Europy (18%). Znacznie mniejsze zasoby zgromadzone są w Afryce (3%), obu Amerykach (2%) oraz w innych regionach (2%), na przykład w Australii¹⁰.

Decyzje inwestycyjne SWF nie pozostają bez wpływu na światowe rynki finansowe. Potwierdzenia niniejszego poglądu można dopatrywać się w wydarzeniach mających miejsce podczas kryzysu finansowego, który rozpoczął się w 2007 r. SWF z Azji Wschodniej i Środkowego Wschodu dokonały wówczas licznych inwestycji (łącznie prawie 45 mld USD) w instytucje finansowe. Transakcje te przyczyniły się do zachowania stabilności na rynkach finansowych. Zastrzyk kapitału umożliwił kilku globalnym bankom odzyskanie równowagi¹¹.

Tabela 2

Inwestycje SWF w banki dokonane od marca 2007 do kwietnia 2008 r.

Inwestycja	Inwestor	Udziały (%)	Wartość inwestycji (mln USD)
Citigroup	Abu Dhabi Investment Authority	4,9	7 500
Citigroup	Government of Singapore Investment Corp.	3,7	6 880
Citigroup	Kuwait Investment Authority	1,6	3 000
Merrill Lynch	Kuwait Investment Authority	3,0	2 000
Merrill Lynch	Korean Investment Corp.	3,0	2 000
Merrill Lynch	Temasek Holdings	9,4	4 400
Morgan Stanley	China Investment Corp.	9,9	5 000
Barclays PLC	Temasek Holdings	1,8	2 005
Credit Suisse	Qatar Investment Authority	1,0	603
UBS	Government of Singapore Investment Corp.	9,8	9 750
UBS	Audi Arabia Monetary Agency	2,0	1 800

Źródło: Sovereign Wealth Fund Institute, Official Press Releases.

¹⁰ Zob. <http://www.swfinstitute.org>.

¹¹ M. Allen, J. Caruana, op. cit., s. 10.

2. Wpływ SWF na system finansowy i gospodarkę

SWF inwestując w papiery dłużne i udziałowe, oddziałują na rynki finansowe, podobnie jak banki centralne zarządzające rezerwami walutowymi. Banki centralne inwestują rezerwy dewizowe przede wszystkim w instrumenty dłużne, głównie amerykańskiego rządu. Zgłaszany przez nie popyt obniża stopy procentowe w USA. SWF są dostawcami kapitału nie tylko dla pożyczkobiorców, ale w znacznej mierze także dla podmiotów zgłaszających zapotrzebowanie na dodatkowe fundusze własne. Zwiększając podaż kapitału, SWF przyczyniają się do spadku kosztu jego pozyskania przez przedsiębiorstwa. Korzystnie wpływa to na rozwój lokalnych rynków finansowych i ich efektywność (długoterminowa wycena akcji)¹².

Z drugiej strony, działalność SWF wywołuje szereg kontrowersji i obaw. Jako kierujący państwowymi wehikułami inwestycyjnymi, zarządzający SWF bywają posądzeni o podejmowanie decyzji inwestycyjnych na podstawie przesłanek politycznych, a nie ekonomicznych i finansowych. Wątpliwości wynikają w znacznej części z niskiej przejrzystości działań SWF¹³. W szczególności obawy budzą inwestycje w firmy zajmujące się działalnością szczególnie ważną z punktu widzenia interesu państwa lub jego bezpieczeństwa, na przykład produkcją uzbrojenia¹⁴. Wśród negatywnych aspektów działalności SWF wymienia się także¹⁵:

- sprzyjanie przywróceniu własności państwowej w przedsiębiorstwach;
- patologie sektora publicznego – niegospodarność, korupcja, kierowanie się w podejmowaniu decyzji doraźnymi przesłankami politycznymi i interesami jednostek;
- możliwość powstawania dodatkowych „kosztów agencji” po stronie przedsiębiorstw, w które SWF inwestują;
- konsekwencje geopolityczne i wzrost protekcjonizmu, zarówno w krajach tworzących SWF, jak i w krajach stających się odbiorcami kapitału;
- niekorzystny wpływ na rynki finansowe (wynika ze znacznej koncentracji kapitału), między innymi powstawanie baniek spekulacyjnych, zwiększenie zmienności cen instrumentów finansowych, komplikacja prowadzenia polityki pieniężnej i walutowej.

IV. FUNKCJONOWANIE SWF

1. Przejrzystość działań i ujawnianie informacji

W praktyce brak ujednoczonych zasad w zakresie ujawnianych przez SWF informacji¹⁶. Większość funduszy towarowych otrzymuje noty nieprze-

¹² R. Gilson, C. Milhaupt, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism*, Working Paper Series No. 26, Rock Center for Corporate Governance Stanford University, February 2008, s. 18-19.

¹³ Ibidem, s. 19.

¹⁴ M. Allen, J. Caruana, op. cit., s. 20-21.

¹⁵ E. Truman, op. cit., s. 35; S. Mezzacapo, op. cit., s. 26-27.

¹⁶ Wysiłki w tym zakresie podejmują organizacje międzynarodowe, m.in. MFW (koordynacja

kraczące 5 w 10-stopniowej skali Linaburga-Maduella¹⁷. Fundusze te nie podają do publicznej wiadomości między innymi komponentów portfeli inwestycyjnych, ich struktury walutowej, a także sposobu zarządzania portfelem i wyników inwestycyjnych (na przykład omański State General Reserve Fund i nigeryjski Excess Crude Oil). Z kolei Abu Dhabi Investment Authority nigdy nie ujawnił, ile wynoszą jego aktywa.

Na przeciwnym biegunie plasują się takie fundusze, jak Norway Government Pension Fund-Global czy amerykański Alaska Permanent Fund Corporation, które podają do publicznej wiadomości założenia realizowanej strategii inwestycyjnej, a także wyniki i sposób zarządzania portfelem. Wyższe wartości wskaźnika przejrzystości charakterystyczne są dla funduszy towarowych z państw rozwiniętych, ale nie jest to regułą – na przykład State Oil Fund of the Republic Azerbaijan i arabski Mubadala otrzymują najwyższą ocenę.

Także wśród nietowarowych SWF można wskazać fundusze o diametralnie różnym stopniu przejrzystości działań. Aczkolwiek większość nietowarowych SWF otrzymuje noty min. 5 w 10-stopniowej skali Linaburga-Maduella i aż 4 spośród 16 funduszy oceniane są najwyższej. Do liderów należy New Zealand Superannuation Fund, który, poza corocznymi raportami, publikuje także Statement of Intent – roczne plany działalności wraz z prognozami.

Inne, jak SWF francuski i brazylijski, zostały utworzone stosunkowo niedawno i ze względu na krótki okres funkcjonowania nie otrzymały jeszcze ocen.

W ciągu ostatnich kilku lat sporadycznie dochodziło do zwiększania ilości ujawnianych informacji przez SWF. W lipcu 2007 r. Kuwait Investment Authority po raz pierwszy ujawnił wartość zarządzanych aktywów¹⁸. Z kolei singapurski Temasek Holdings, który aktualnie wyróżniany jest najwyższą oceną w skali Linaburga-Maduella, rozpoczął publikowanie sprawozdań, by uzyskać odpowiednio wysoki rating na potrzeby emisji obligacji (fundusz może finansować się długiem).

2. Odpowiedzialność za zarządzanie

Najczęściej podmiotem odpowiedzialnym za określenie strategii inwestycyjnej SWF jest rząd (także w odniesieniu do funduszy zarządzających rezerwami walutowymi, na przykład w Chinach). Wówczas w najprostszym modelu jednostka zarządzająca funduszem stanowi podstrukturę ministerstwa finansów. Niemniej zdarza się, że obok rządu w proces zarządzania funduszem zaangażowany jest bank centralny jako agent operacyjny rządu (Kazakhstan National Fund, Timor-Leste Petroleum Fund).

stworzenia *Generally Accepted Practices and Principles* – wytyczne dla SWF) oraz OECD (wytyczne dla krajów, w których SWF inwestują).

¹⁷ Wskaźnik Linaburga-Maduella jest najbardziej popularną metodą mierzenia przejrzystości działań SWF. Jego istota polega na punktowaniu 10 postulatów, np. ujawnianie strategii i celów, publikowanie raportów. Zaleca się, by fundusze starały się uzyskać min. 8 punktów w 10-stopniowej skali.

¹⁸ [Http://www.reuters.com](http://www.reuters.com).

Innym stosowanym rozwiązaniem jest powołanie specjalnej, wydzielonej ze struktur państwowych agencji, której państwo pozostaje jedynym właścicielem i która pełni rolę agenta rządu (na przykład arabskie Mubadala i International Petroleum Investment Company). Zdarza się, że zorganizowana jest ona jak spółka prywatna (na przykład Government of Singapore Investment Corporation). Agencja może cieszyć się bardzo dużą autonomią (Guardians of New Zealand Superannuation) lub wręcz niezależnością (Korea Investment Corporation, Temasek Holdings). Podmioty te, mimo że stanowią własność rządu, nie są zobligowane do przestrzegania jego wytycznych w zakresie zarządzania funduszem. Niemniej to państwo pozostaje właścicielem funduszu, którym zarządzają.

Dla części funduszy (na przykład dla mauretańskiego National Fund for Hydrocarbon Reserves i wenezuelskiego Macroeconomic Stabilization Fund) strategię ustala bank centralny.

3. Strategie inwestycyjne i zarządzanie

Możliwość porównania strategii inwestycyjnych SWF jest ograniczona zasobem dostępnej informacji, pomimo to dane pozwalają na stwierdzenie, że SWF realizują zróżnicowane strategie.

Co do zasady SWF, inwestują długoterminowo i ostrożnie. Najbardziej konserwatywne fundusze towarowe, takie jak Economic and Social Stabilization Fund i Pension Reserve Fund z Chile, inwestują wyłącznie w instrumenty dłużne, z czego zdecydowaną większość stanowią walory emitowane przez rządy o ratingu AAA¹⁹. Także fundusze rosyjskie inwestują jedynie w zagraniczne obligacje i bony skarbowe, mimo że National Wealth Fund, jako fundusz oszczędnościowy (czyli o dłuższej perspektywie inwestycyjnej), otrzymał mandat na inwestowanie w akcje spółek publicznych²⁰. Timor-Leste Petroleum Fund jedynie bardzo niewielki odsetek kapitałów lokuje w papierach udziałowych²¹.

Pośrodku przekroju plasują się fundusze o umiarkowanej skłonności do podejmowania ryzyka, takie jak Norway Government Pension Fund i Heritage and Stabilization Fund z Trynidad i Tobago. Fundusze te część kapitału lokują w akcjach, unikając jednak dużego zaangażowania w pojedyncze inwestycje. Stosują aktywne zarządzanie w ograniczonym stopniu i dążą do odpowiedniej dywersyfikacji portfela.

Część funduszy towarowych realizuje bardziej agresywne strategie inwestycyjne. Angażują swe inwestycje w spółki niepubliczne i nieruchomości, a nawet w inwestycje alternatywne (na przykład Kuwait Investment Authority, Abu Dhabi Investment Authority). Liderem jest Alaska Permanent Fund, który może wykorzystywać derywaty i lewarować transakcje z udziałem nieruchomości²². Jednak najczęściej SWF są uprawnione do korzystania z instrumentów

¹⁹ *Annual Report Sovereign Wealth Funds 2009*, Ministry of Finance, Santiago March 2010, s. 34.

²⁰ Zob. <http://www.minfin.ru/en/nationalwealthfund/management/>.

²¹ „Petroleum Fund of Timor-Leste Quarterly Report”, t. 7, nr XVIII, 30 June 2011, s. 2.

²² *2010 Annual Report*, Alaska Permanent Fund Corporation, Juneau 2011, s. 6.

pochodnych tylko w celach zabezpieczających (na przykład Kazakhstan National Fund i State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan).

Kolejną grupę stanowią towary SWF, których instrumentarium inwestycyjne ogranicza się do akcji i udziałów spółek z wybranych branż, co jest charakterystyczne dla części funduszy z Bliskiego Wschodu (International Petroleum Investment Company, Investment Corporation of Dubai).

Nietowarowe SWF są zasadniczo mniej konserwatywnymi inwestorami niż fundusze towarowe. Z dostępnych informacji wynika, że żaden spośród badanych funduszy nie ogranicza instrumentarium inwestycyjnego do papierów dłużnych. Liczne fundusze angażują się w mało płynne projekty infrastrukturalne (na przykład irlandzki National Pension Reserve Fund, indonezyjski Government Investment Unit, malezyjski Khazanah Nasional), nieruchomości (także bezpośrednie zakupy) lub inwestycje alternatywne (fundusz irlandzki i singapurski Government of Singapore Investment Corporation). Niektóre dopuszczają wykorzystanie instrumentów pochodnych także do lewarowania (New Zealand Superannuation Fund, Temasek Holdings).

Część SWF, zarówno towarowych, jak i nietowarowych, deklaruje chęć dywersyfikacji inwestycji o dodatkowe, bardziej dochodowe klasy instrumentów. W wypadku funduszy chilijskich planowano rozszerzenie instrumentarium o akcje, ale ze względu na ogólnoświatowy kryzys finansowy realizacja planu została odłożona²³. Sytuacja gospodarcza nie wstrzymała natomiast dywersyfikacji Timor-Leste Petroleum Fund, którego część zasobów od 2010 r. jest inwestowana w akcje, a portfel obligacji został zdywersyfikowany o instrumenty innych niż rząd USA emitentów²⁴. Z kolei norweski SWF zwiększył w ostatnich latach udział akcji w strukturze swoich aktywów z 40 do 60%, a także wdraża plan rozszerzenia instrumentarium o nieruchomości. Podobne przykłady są obserwowane wśród funduszy nietowarowych. W styczniu 2011 r. zarządzający Hong Kong Monetary Authority oficjalnie zapowiedzieli dywersyfikację o nieruchomości i inwestycje typu *private equity* w celu zwiększenia dochodowości²⁵.

Liczne SWF korzystają z usług zewnętrznych firm inwestycyjnych, szczególnie w odniesieniu do klas instrumentów, które nie mieszczą się w tradycyjnym instrumentarium zarządzania rezerwami walutowymi. Część funduszy oddelegowała zewnętrznym menedżerom zarządzanie operacyjne całością aktywów (na przykład Australian Government Future Fund), a inne – wydzieloną częścią (na przykład Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio). Niektóre fundusze zamierzają zwiększyć udział zewnętrznych menedżerów w zarządzaniu, w szczególności te, które dopiero zaczynają korzystać z ich usług (na przykład Timor-Leste Petroleum Fund). Z drugiej strony, niektóre fundusze ograniczają ten udział, by wypracować własne *know-how* i zmniejszyć koszty (kanadyjski Alberta's Heritage Savings Trust Fund²⁶, wcześniej udział

²³ *Annual Report...*, s. 55-56.

²⁴ Media Release 18 October 2010, Petroleum Fund of Timor-Leste, „Petroleum Fund of Timor-Leste Quarterly Report”, t. 6, nr XV, 30 September 2010, s. 3.

²⁵ Zob. <http://www.chinadaily.com.cn/>.

²⁶ *Alberta's Heritage Savings Trust Fund Annual Report 2009/2010*, Government of Alberta, s. 15.

zewnątrznych menedżerów zredukował Norway Government Pension Fund-Global, redukcję zapowiada też China Investment Corporation²⁷).

W wypadku większości funduszy, zarządzający wyznaczonymi ich częściami są uprawnieni do aktywnego zarządzania.

V. ANALIZA INWESTYCJI SWF W SEKTORY STRATEGICZNE

1. Tematyka badania i założenia

Potrzeba bliższego przyjrzenia się kwestii transgranicznych inwestycji SWF w sektory strategiczne podyktowana jest licznymi kontrowersjami wokół motywów działań zarządzających funduszami.

Poniższa analiza została poświęcona inwestycjom SWF w przedsiębiorstwa działające w sektorach strategicznych. W szczególności badanie miało na celu ustalenie, w której grupie państw – rozwiniętych czy rozwijających się – fundusze dążą do uzyskania większego wpływu na działalność tych przedsiębiorstw.

W badaniu wykorzystano informacje o 943 transgranicznych transakcjach dokonanych przez SWF w latach 2000-2009, zgromadzone przez SWF Institute. Prawdopodobnie zbiór ten uwzględnia jedynie część transgranicznych transakcji dokonanych przez SWF w analizowanym okresie. Jednakże ze względu na brak możliwości uzyskania kompletnych danych przyjęto założenie, że charakterystyki tych transakcji wyznaczają ogólne tendencje i zależności.

Podziału krajów, które stały się odbiorcami kapitału SWF, na rozwinięte i rozwijające się dokonano na podstawie klasyfikacji stosowanej przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy²⁸.

Za sektor strategiczny gospodarki uznano dział gospodarki, którego problemy mogłyby zdestabilizować sytuację ekonomiczną i/lub społeczną kraju lub zagrozić jego bezpieczeństwu. Stworzony na potrzeby niniejszej analizy zbiór sektorów strategicznych jest w znacznej mierze wzorowany na liście sektorów uznanych za strategiczne przez Amerykański Departament Bezpieczeństwa Narodowego w raporcie sporządzonym w 2003 r.²⁹ i obejmuje: rolnictwo i zaopatrzenie w żywność, zaopatrzenie w wodę, ochronę zdrowia, służby ratunkowe i porządkowe, przemysł zbrojeniowy i lotniczy, wytwarzanie i dystrybucję energii, wydobywanie surowców naturalnych, przemysł chemiczny, transport, usługi spedycyjne i pocztowe, finanse i bankowość, technologię informacyjną, telekomunikację oraz media. W analizowanym okresie żadna inwestycja nie została dokonana w dziale „służby ratunkowe i porządkowe”. Natomiast dla inwestycji w sektor zaopatrzenia w wodę nie są znane wartości udziałów dla żadnej z transakcji, dlatego też oba sektory zostały wyłączone z analizy.

²⁷ *Annual Report 2009*, China Investment Corporation, Beijing 2010, s. 30.

²⁸ Zob. www.imf.org.

²⁹ E. Truman, op. cit., s. 62.

Za miarę realnego wpływu na funkcjonowanie przedmiotu inwestycji uznano całkowity udział inwestującego w przedsięwzięciu także po realizacji transakcji. Założono, że im ten udział jest większy, tym istotniejszym motywem działania inwestującego była chęć uzyskania wpływu na funkcjonowanie przedmiotu inwestycji. Zatem objęcie udziału przekraczającego 50% (udział kontrolny) stanowi bezsporny dowód dążenia do sprawowania kontroli nad przedmiotem inwestycji.

2. Analiza udziałów w sektorach strategicznych

W ciągu analizowanego okresu SWF dokonały 783 inwestycji (ok. 82%) w krajach rozwiniętych i 160 inwestycji w krajach rozwijających się. Inwestycje dokonane w krajach rozwiniętych stanowiły łącznie ok. 82% sumy wszystkich transakcji, dla których znana jest wartość inwestycji. Sugeruje to znacznie większe zainteresowanie SWF krajami rozwiniętymi. Zarówno rozkład liczby transakcji, jak i łącznej ich wartości nie jest równomierny w czasie. Obserwowana nierównomierność dynamiki jest wynikiem uwarunkowań makroekonomicznych, tempa wzrostu liczby funduszy i sumy ich aktywów.

Tabela 3

Liczba oraz łączna wartość transgranicznych transakcji dokonanych przez SWF w latach 2000-2009

Wyszczególnienie	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Liczba w KR*	11	10	9	9	17	41	41	83	139	421
Liczba w KRS**	6	5	10	7	13	17	13	22	23	46
Razem	17	15	19	16	30	58	54	105	162	467
Wartość w KR (mld USD)	716	3 456	391	914	4 260	10 006	13 908	37 362	67 320	40 539
Wartość w KRS (mld USD)	251	503	1 857	4 647	1 326	3 773	3 258	7 106	2 548	14 560
Razem	967	3 959	2 248	5 561	5 586	13 778	17 166	44 468	69 868	55 099

* KR – kraje rozwinięte ** KRS – kraje rozwijające się

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SWF Institute Sovereign Wealth Fund Transaction Database.

W ciągu analizowanego okresu SWF najwięcej zainwestowały w gospodarkach brytyjskiej i amerykańskiej. Wśród krajów rozwijających się największą popularnością cieszyły się Chiny, Turcja oraz Arabia Saudyjska. Inwestycje w regionach rozwijających się nie miały równomiernego rozkładu w czasie. W latach 2000-2004 SWF szczególnie chętnie inwestowały w krajach Środkowego Wschodu i Północnej Afryki (MENA). W późniejszym okresie, w szczególności w 2007 r., fundusze odeszły od MENA na rzecz krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Najbardziej aktualnym kierunkiem geograficznym w strategiach inwestycyjnych SWF, który przybrał na sile w 2009 r., były rozwijające się kraje Azji.

Tabela 4

Struktura inwestycji SWF w poszczególne sektory strategiczne ze względu na wielkość udziału w inwestycji po zrealizowaniu transakcji

Sektor	<5%		<5%; 10% >		(10%; 20% >		(20%; 50% >		> 50%		bd		Liczba transakcji			
	KR*	KRS**	KR	KRS	KR	KRS	KR	KRS	KR	KRS	KR	KRS	KR	KRS		
Rolnictwo i zaopatrzenie w żywność	81%	40%	0%	60%	6%	0%	0%	0%	6%	0%	6%	0%	6%	0%	16	5
Ochrona zdrowia	58%	33%	0%	0%	4%	33%	0%	0%	4%	0%	35%	33%	26	3		
Przemysł zbrojeniowy i lotniczy	76%	-	0%	-	0%	-	6%	-	0%	-	18%	-	17	0		
Wytwarzanie i dystrybucja energii	29%	21%	3%	14%	4%	21%	4%	29%	3%	0%	56%	14%	90	14		
Wydobycie surowców	46%	67%	0%	0%	0%	0%	2%	33%	0%	0%	52%	0%	48	3		
Przemysł chemiczny	55%	-	0%	-	9%	-	9%	-	18%	-	9%	-	11	0		
Transport, usługi spedycyjne i pocztowe	78%	25%	0%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	22%	0%	9	4		
Finanse i bankowość	56%	33%	6%	21%	6%	0%	1%	10%	3%	15%	27%	21%	128	39		
Technologia informacyjna	95%	100%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	38	2		
Telekomunikacja	40%	0%	0%	20%	0%	20%	0%	0%	0%	0%	60%	60%	20	10		
Media	71%	40%	0%	40%	0%	0%	0%	0%	0%	20%	29%	0%	7	5		
Razem													410	85		

* KR – kraje rozwinięte ** KRS – kraje rozwijające się

Źródło: opracowanie własne na podstawie SWF Institute Sovereign Wealth Fund Transaction Database.

Inwestycje w sektory strategiczne rozkładają się w niemal identycznej, jak wszystkie transakcje, proporcji pomiędzy kraje rozwinięte i rozwijające się. Łącznie za inwestycje w sektory strategiczne uznano 495 transakcji.

Udział transakcji w strategiczny sektor produkcji rolnej i żywności w całości inwestycji SWF nie sugeruje szczególnego zainteresowania SWF tym sektorem w żadnej grupie krajów. Jedyna transakcja, która doprowadziła do objęcia udziału kontrolnego, miała miejsce w kraju rozwiniętym. Jednocześnie ponad 80% przypadków inwestycji w krajach rozwiniętych skutkowało objęciem udziału o wartości poniżej 5%. Natomiast w krajach rozwijających się w wyniku większości inwestycji SWF stały się właścicielami nieco większych udziałów (między 5% a 10%).

W krajach rozwijających się miały miejsce zaledwie 3 transakcje spośród 29 odnotowanych w sektorze ochrony zdrowia przez SWF Institute. Z czego obie transakcje, dla których znane są udziały, nie doprowadziły do objęcia udziału kontrolnego. Podobnie, efektem blisko 60% inwestycji w krajach rozwiniętych było wejście w posiadanie przez SWF mniej niż 5% udziałów w inwestycji. Jedyna transakcja, która doprowadziła do objęcia przez SWF udziału kontrolnego miała miejsce w Wielkiej Brytanii (Qatar Investment Authority stał się właścicielem 85% udziałów w Care Principles Ltd). Moim zdaniem, transakcja ta nie może być postrzegana jako kierunek polityki inwestycyjnej SWF ze względu na jej niewielkie znaczenie w całkowitej liczbie inwestycji w sektor ochrony zdrowia.

Wydaje się, że inwestycje publicznego kapitału obcych państw w przedsiębiorstwa zajmujące się produkcją uzbrojenia i sprzętu lotniczego mogą budzić kontrowersje. Znajduje to potwierdzenie w strukturze inwestycji SWF w tym sektorze. W niemal 80% przypadków SWF poprzestały na udziałach niższych niż 5% (*de facto* udziały te nie przekraczały nawet 1%). Wyjątkiem od zaobserwowanej prawidłowości jest jedna transakcja, w efekcie której arabski fundusz Mubadala uzyskał 35% udziałów włoskiego producenta maszyn lotniczych IAM Rinaldo Piaggio SpA. Poza tym jednym przypadkiem, transakcje miały miejsce wyłącznie w USA i Wielkiej Brytanii. Wy tłumaczenia takiego stanu rzeczy należy dopatrywać się w fakcie, że USA i Wielka Brytania są siedzibami najbardziej uznanych dostawców uzbrojenia i sprzętu lotniczego. Z kolei w krajach rozwijających się podmioty zajmujące się produkcją tego typu nie stanowią zazwyczaj spółek publicznych.

Istotną pozycją w transakcjach SWF w obu grupach krajów są inwestycje w sektor energetyczny. Większość transakcji w krajach rozwiniętych, dla których znane są informacje dotyczące całkowitego udziału SWF w inwestycji, skutkowało objęciem udziału mniejszego niż 5%. Wielkości udziałów obejmowanych przez SWF w krajach rozwijających się były zasadniczo wyższe. Ponad połowa transakcji, dla których znane są odpowiednie dane, skutkowało wejściem przez SWF w posiadanie więcej niż 10% udziałów w inwestycji (w krajach rozwiniętych 10% transakcji, dla których znane są charakterystyki). Zakładając, że rozkład ten jest podobny w przypadku transakcji, dla których nieznana jest analizowana charakterystyka, widoczna jest tendencja do obejmowania przez SWF wyższych udziałów w przedsiębiorstwach działających w krajach rozwijających się.

Z dostępnych informacji wynika, że inwestując w sektor wydobywania surowców w krajach rozwiniętych SWF obejmowały najczęściej nieznaczne udziały i w efekcie tylko nieliczne transakcje stały się właścicielami udziałów umożliwiającymi sprawowanie kontroli nad decyzjami podejmowanymi w spółkach. Jedną spośród 3 transakcji, które miały miejsce w krajach rozwijających się, skutkowało wejściem przez SWF w posiadanie pakietu udziałów przekraczającego 20%. W pozostałych przypadkach udział SWF w inwestycji był mniejszy niż 5%. Sądzę, że statystyki dla krajów rozwijających się nie powinny stanowić podstawy do wysunięcia wniosku o bardziej agresywnym zachowaniu SWF w odniesieniu do tej grupy ze względu na silny wpływ jednej transakcji na całościowy obraz.

Wszystkie inwestycje w przedsiębiorstwa działające w sektorze przemysłu chemicznego miały miejsce w krajach rozwiniętych. Rozkład obejmowanych udziałów różni się znacząco od rozkładów dla większości sektorów. Wprawdzie w wyniku ponad połowy inwestycji SWF stały się właścicielami udziałów poniżej 5%, jednak prawie 40% transakcji skutkowało objęciem pakietów udziałów przekraczających 10%, z czego połowę stanowiły udziały kontrolne. Sugeruje to, że SWF nie unikają zaangażowania umożliwiającego istotny wpływ na działalność przedsiębiorstw zajmujących się produkcją chemiczną.

W krajach rozwiniętych wskutek wszystkich inwestycji w sektorze transportu, usług spedycyjnych i pocztowych, o których dostępna jest odpowiednia informacja, SWF stały się właścicielami mniej niż 5% udziałów. Analizowana charakterystyka znana jest dla wszystkich transakcji dokonanych w krajach rozwijających się. W grupie tej w wyniku ok. $\frac{1}{5}$ transakcji SWF uzyskały nieznaczne udziały mniejsze niż 5%, natomiast wskutek połowy inwestycji fundusze stały się właścicielami udziałów kontrolnych. Dane te wskazują na zdecydowanie bardziej agresywne inwestowanie w krajach rozwijających się.

Inwestycje w sektor finansowy stanowią najliczniejszą pozycję w transakcjach SWF. Generalnie w krajach rozwiniętych w ich wyniku SWF stały się właścicielami udziałów mniejszych niż 5%, w instytucjach finansowych, a jedynie 3% transakcji doprowadziło do objęcia udziału kontrolnego. Z kolei w krajach rozwijających się odsetek transakcji, w wyniku których SWF objął nieznaczny udział poniżej 5%, wyniósł około 33%. Relatywnie liczne były transakcje (10%), w efekcie których SWF objęły udziały, które należy uznać za znaczące i dające realny wpływ na działalność przedmiotu inwestycji (między 20% a 50%). Udział kontrolny uzyskano w 15% przypadków.

W latach 2000-2009 odnotowano łącznie 10 inwestycji SWF w sektor finansowy, które skutkowały objęciem udziału kontrolnego. Inwestorem przejmującym kontrolę nad instytucjami finansowymi w 5 przypadkach był singapurski Temasek, a w 3 – arabski Abu Dhabi Investment Authority.

Dostępne dane dotyczące udziałów obejmowanych przez SWF w przedsiębiorstwach działających w obszarze technologii informacyjnej pozwalają na wysunięcie wniosku, że SWF nie dążą do uzyskania kontroli na tymi podmiotami w żadnej grupie krajów. Obejmowane udziały generalnie wynosiły

poniżej 5%. Inwestycje w sektor IT były relatywnie liczniejsze w krajach rozwiniętych.

Z kolei na podstawie informacji dotyczących inwestycji SWF w sektor telekomunikacyjny można stwierdzić, że fundusze inwestują bardziej agresywnie w krajach rozwijających się. W krajach rozwiniętych wszystkie transakcje, dla których znana jest analizowana charakterystyka, doprowadziły do objęcia niespełna 5% udziałów (w praktyce maksymalna wielkość udziału wyniosła 0,57%). Natomiast w krajach rozwijających się obejmowane udziały kształtowały się na poziomie od 5 do 20%.

Inwestując w papiery udziałowe spółek działających w obszarze mediów krajów rozwiniętych, SWF poprzestawały na udziałach mniejszych niż 5%. Natomiast w krajach rozwijających się w wyniku większości transakcji obejmowały one większe udziały, z udziałem kontrolnym włącznie.

3. Wnioski z analizy

Na podstawie zebranych informacji (tabela 5) dotyczących udziału transakcji w poszczególne sektory strategiczne w ogólnej liczbie transakcji w krajach rozwiniętych i rozwijających się można uznać, że SWF inwestują we względnie

Tabela 5

Porównanie udziału inwestycji w sektory strategiczne w ogólnej liczbie inwestycji w krajach rozwiniętych i rozwijających się

Sektor	Udział w KR*	Udział w KRS**	Różnica (w punktach procentowych)
Rolnictwo i zaopatrzenie w żywność	2%	3%	-1
Służba zdrowia	3,3%	1,9%	1,4
Przemysł zbrojeniowy i lotniczy	2,2%	0%	2,2
Wytwarzanie i dystrybucja energii	11,5%	8,6%	2,9
Wydobycie surowców naturalnych	6,1%	2%	4,1
Przemysł chemiczny	1,4%	0%	1,4
Transport, usługi spedycyjne i pocztowe	1,2%	2,5%	-1,3
Finanse i bankowość	16,4%	24%	-7,6
Technologia informacyjna	4,9%	1,2%	3,7
Telekomunikacja	2,6%	6,2%	-3,5
Media	0,9%	3,1%	-2,2

* KR – kraje rozwinięte ** KRS – kraje rozwijające się

równym stopniu w obu grupach krajów. Aczkolwiek są zauważalne różnice między aktywnością funduszy w poszczególnych grupach w przekroju sektorów, na przykład odsetek inwestycji w sektor wydobywczy w krajach rozwiniętych jest 3 razy większy niż w krajach rozwijających się.

Istotny wpływ na wynik analizy miały inwestycje w sektorze finansowym. Ich udział w przypadku krajów rozwijających jest na tyle duży, że gdyby wyłączyć z analizy sektor finansowy, wyniki wskazywałyby na preferencję krajów rozwiniętych w inwestycjach SWF w sektory strategiczne.

Analiza miała za zadanie w szczególności przynieść odpowiedź na pytanie, czy i w której grupie państw SWF dążą do obejmowania większej kontroli nad przedsiębiorstwami reprezentującymi sektory strategiczne. Porównanie udziałów objętych w inwestycjach dało podstawy do stwierdzenia, że SWF skłaniają się do osiągania większego wpływu na podmioty z krajów rozwijających się w przypadku większości sektorów.

VI. PODSUMOWANIE

SWF nie stanowią pierwszoplanowych uczestników światowych rynków finansowych. Jednak łączna wartość aktywów funduszy, począwszy od 2000 r., bardzo szybko rosła, mimo że proces został zahamowany przez kryzys finansowy, prognozuje się powrót do poprzedniego tempa. Należy się spodziewać zatem wzrostu znaczenia SWF. Na uwagę zasługuje też fakt, że SWF niejednokrotnie zarządzają gigantycznymi zasobami w skali pojedynczych podmiotów, co daje im możliwość wejścia w inwestycje o ogromnej wartości.

W artykule przedstawiono zarzuty wysuwane pod adresem SWF. W większości wynikają one z dwóch przesłanek. Po pierwsze, SWF stanowią własność państwową i aktualne są wobec nich wady przypisywane sektorowi publicznemu, czego nie można wyeliminować. Natomiast druga część zarzutów implikowana jest zbyt niską przejrzystością działań funduszy, w szczególności uniemożliwiająca interesariuszom prawidłową percepcję motywów decyzji inwestycyjnych SWF. W kontekście akcentowanych wcześniej dużych i wciąż rosnących możliwości inwestycyjnych funduszy, kontrowersje wokół SWF przybierają na sile.

Mimo braku jednorodnych danych, udało się stwierdzić, że SWF są grupą inwestorów o zróżnicowanym charakterze, począwszy od uwarunkowań instytucjonalnych i organizacyjnych, a na strategiach inwestycyjnych kończąc. Generalnie jednak zarządzanie SWF wydaje się ewoluować w kierunku podwyższenia dochodowości.

Na podstawie analizy liczby i wartości inwestycji SWF w sektory strategiczne ustalono, że stanowią one znaczną część transgranicznych transakcji funduszy. Fundusze nie unikają tego typu inwestycji. Jednocześnie częściej inwestują w krajach rozwiniętych niż w rozwijających się, zarówno w odniesieniu do całości transgranicznych transakcji, jak i w wypadku inwestycji w sektory strategiczne. Proporcja ta jest podobna. Natomiast nie znaleziono dowodów potwierdzających dążenie SWF do obejmowania większej kontroli

w firmach reprezentujących sektory strategiczne w państwach rozwiniętych. Analiza wysokości obejmowanych udziałów wykazała, że SWF obejmują generalnie wyższe udziały w przedsiębiorstwach działających w sektorach strategicznych w krajach rozwijających się. Tym samym zaprzeczono postawione w wstępie hipotezie. Analogiczna sytuacja ma miejsce w odniesieniu do całości transakcji. Przyczyną takiego stanu rzeczy może być niewykształcenie w krajach rozwijających się odpowiednich mechanizmów i regulacji ograniczających inwestycje SWF, bądź po prostu mniejsza wielkość firm z krajów rozwijających się w porównaniu do przedsiębiorstw z krajów rozwiniętych.

Moim zdaniem, wnioski z analizy nie potwierdzają zarzutów wysuwanych SWF. Zarządzający tymi funduszami, mimo że w swych inwestycjach preferują kraje rozwinięte, nie dążą do uzyskania większej kontroli nad przedsiębiorstwami z tych krajów w porównaniu z inwestycjami w krajach rozwijających się. Przeczy to posądzeniom o polityczne motywy ich działań.

Obszarem budzącym uzasadnione kontrowersje wokół działalności SWF jest jednak nieujawnianie informacji potrzebnych pozostałym uczestnikom życia gospodarczego do prawidłowego odczytania motywów inwestycyjnych funduszy. Brak przejrzystości, a nie rzeczywiste poczynania SWF, zdaje się przyczyną nieufności i oskarżeń o motywy polityczne.

mgr Klaudia Kaczmarek
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

SOVEREIGN WEALTH FUNDS AS TRANSNATIONAL INVESTORS

Summary

Sovereign wealth funds (SWF) are government-owned investment vehicles, set up for a variety of macroeconomic purposes. They are not a new phenomenon in the international financial system but are becoming increasingly important and attract a growing attention.

The paper highlights some aspects of SWFs' operations and investment behaviour, focusing on SWFs' transnational investments in sensitive sectors. It outlines the impact of funds on the global financial system and discusses the extreme diversity of SWFs.

The results of the concluding analysis show that although SWFs prefer developed countries for their investments, when investing in sensitive sectors they are more likely to take control in companies from the developing world.

