



## Bernarda Dudek

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie  
Kolegium Gospodarki Światowej  
benia.dudek@wp.eu

# MIĘDZYNARODOWE REGULACJE DZIAŁALNOŚCI PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY MAJĄTKOWYCH

**Streszczenie:** Państwowe fundusze majątkowe (SWF) są funduszami specjalnego przeznaczenia utworzonymi, aby realizować różne cele polityki makroekonomicznej. Rosnące znaczenie SWF w gospodarce światowej, które trwa od początku XXI w. i przejawia się wzrostem liczby oraz wartości aktywów SWF, spowodowane jest przede wszystkim dwoma czynnikami. Pierwszy stanowi wzrost cen surowców, w szczególności ropy naftowej, drugim jest dynamiczny wzrost wartości gromadzonych przez kraje wschodzące i rozwijające się w ramach oficjalnych rezerw dewizowych. Wzrost znaczenia państwowych funduszy majątkowych w gospodarce światowej pozostaje jednak źródłem wielu zagrożeń dla krajów, w których fundusze te inwestują, a także dla stabilności międzynarodowego systemu finansowego. Odpowiedzią na te zagrożenia stały się różnorodne próby regulacji działalności SWF zarówno na poziomie krajowym, jak i międzynarodowym. Podstawową zaletą regulacji krajowych jest fakt, że są one wiążące, a nieprzestrzeganie norm prowadzi do uruchomienia sankcji. Krajowe regulacje działalności SWF posiadają jednak pewne wady. Wynikają one w szczególności z możliwości traktowania regulacji krajowych jako instrumentu protekcjonistycznego oraz poddania SWF nadmiernym wymogom w stosunku do podmiotów prywatnych. Regulacja działalności SWF na poziomie międzynarodowym pozwala zapewnić jednakowe standardy, jednakże ich podstawową wadą stają się niewiążący charakter i brak mechanizmu zapewniającego skuteczne wdrożenie. Najważniejszą inicjatywą w zakresie regulacji międzynarodowych pozostają „Zasady z Santiago”. Dokument ten stanowi zbiór 24 zasad odnoszących się przede wszystkim do sposobu zarządzania SWF, polityki inwestycyjnej, sprawozdawczości, niezależności i przejrzystości działania oraz zarządzania ryzykiem. Jednakże stosowanie się poszczególnych krajów do tych zasad pozostaje dobrowolne. Dotychczas jedynie niektóre SWF podjęły działania w celu wdrożenia „Zasad z Santiago”. Ponadto nadal bardzo duża część spośród największych SWF cechuje się bardzo niewielką transparentnością.

**Słowa kluczowe:** państwowe fundusze majątkowe, strategia inwestycyjna, regulacje międzynarodowe.

**JEL Classification:** F02, F31, F41, G15, G18.

## Wprowadzenie

Państwowe fundusze majątkowe (*Sovereign Wealth Funds* – SWF) zaliczane są do najważniejszych globalnych inwestorów instytucjonalnych. Szybki wzrost liczby tego typu funduszy oraz wzrost wartości ich aktywów, następujący od początku XXI w., doprowadził do zwiększenia znaczenia SWF w gospodarce światowej. Pozostaje to jednak źródłem wielu zagrożeń dla krajów, w których fundusze te inwestują, a także dla stabilności międzynarodowego systemu finansowego. Odpowiedzią na te zagrożenia stały się różnorodne próby regulacji działalności SWF zarówno na poziomie krajowym, jak i międzynarodowym.

Celem artykułu jest zbadanie przyczyn i charakteru oraz ocena międzynarodowych regulacji działalności państwowych funduszy majątkowych. Tezę artykułu stanowi twierdzenie, że międzynarodowe regulacje działalności państwowych funduszy majątkowych nie są wystarczające i brakuje efektywnego mechanizmu ich implementacji.

Zastosowane metody badawcze obejmują analizę danych statystycznych dotyczących państwowych funduszy majątkowych, a także analizę porównawczą i studium literatury przedmiotu. Ograniczenia dla analizy stanowiły przede wszystkim niepełne dane dotyczące działalności poszczególnych SWF, które wiążą się z tym, że fundusze te najczęściej nie publikują dokładnych raportów zawierających informacje na temat ich polityki inwestycyjnej, struktury portfela inwestycyjnego, zarządzania ryzykiem i struktury organizacyjnej oraz zarządzania.

Artykuł składa się z wprowadzenia, pięciu części oraz podsumowania. W części pierwszej przedstawiono istotę, klasyfikację oraz przesłanki i przejawy wzrostu znaczenia SWF w gospodarce światowej. W części drugiej zidentyfikowano poszczególne negatywne aspekty działalności SWF, które stanowią podstawową przesłankę ich regulacji zarówno na poziomie krajowym, jak i międzynarodowym. W części trzeciej zaprezentowano różne podejścia do kwestii regulacji działalności SWF. W części czwartej przedstawiono najważniejsze osiągnięcie w zakresie międzynarodowych regulacji SWF, a mianowicie „Zasady z Santiago” oraz przeanalizowano problemy związane z ich implementacją. W części piątej podjęto próbę oceny międzynarodowych regulacji działalności państwowych funduszy majątkowych. Wnioski zawarto w podsumowaniu.

## 1. Wzrost znaczenia państwowych funduszy majątkowych w gospodarce światowej

Zgodnie z definicją Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) SWF są „pozostającymi własnością rządu funduszami inwestycyjnymi utworzonymi w celu realizacji różnych celów polityki makroekonomicznej” [IMF, 2007]. Istotę SWF najlepiej odzwierciedlają trzy kluczowe cechy tych funduszy, a mianowicie: charakter własności (SWF są własnością sektora rządowego, zarówno rządu centralnego, jak i jednostek samorządu terytorialnego), charakter inwestycji (SWF dokonują inwestycji w aktywa zagraniczne, co wyłącza z definicji fundusze inwestujące w aktywa krajowe) oraz charakter celów (SWF tworzone są dla realizacji celów makroekonomicznych) [Sovereign Wealth Funds, 2008].

Charakterystyka SWF wiąże się również z celami realizowanymi przez te fundusze. Sovereign Wealth Fund Institute wśród najważniejszych celów państwowych funduszy majątkowych wyróżnia:

- stabilizację i ochronę budżetu państwa przed nadmierną zmiennością dochodów z eksportu,
- dywersyfikację gospodarki w celu zmniejszenia uzależnienia od eksportu surowców,
- wzrost dochodowości aktywów w porównaniu z dochodowością rezerw walutowych,
- redukcję nadmiernej płynności władz monetarnych,
- zwiększenie oszczędności dla następnych pokoleń,
- finansowanie rozwoju gospodarczego i społecznego,
- zrównoważony długoterminowy wzrost zasobów kapitału,
- realizację strategii politycznej.

W podstawowej klasyfikacji SWF wprowadza się ich podział pod względem kryterium źródła pochodzenia kapitału (*source of wealth*) na surowcowe SWF (*commodity SWF*) i niesurowcowe SWF (*non-commodity SWF*). W klasyfikacji tej nacisk kładzie się na źródła finansowania pasywów państwowych funduszy majątkowych [Aizenman, Glick, 2008].

Surowcowe SWF są zakładane przez kraje będące eksporterami surowców naturalnych (najczęściej ropy i gazu), które czerpią dochody bezpośrednio z eksportu prowadzonego przez koncerny stanowiące własność państwa bądź też z opodatkowania eksportu przedsiębiorstw prywatnych. Najważniejszymi celami tworzenia SWF przez tego typu kraje jest stabilizowanie dochodów budżetu państwa oraz gromadzenie oszczędności dla przyszłych pokoleń. Surowcowe SWF zakładane są przede wszystkim przez kraje Zatoki Perskiej, Norwegię i Rosję [Wiśniewski, 2018].

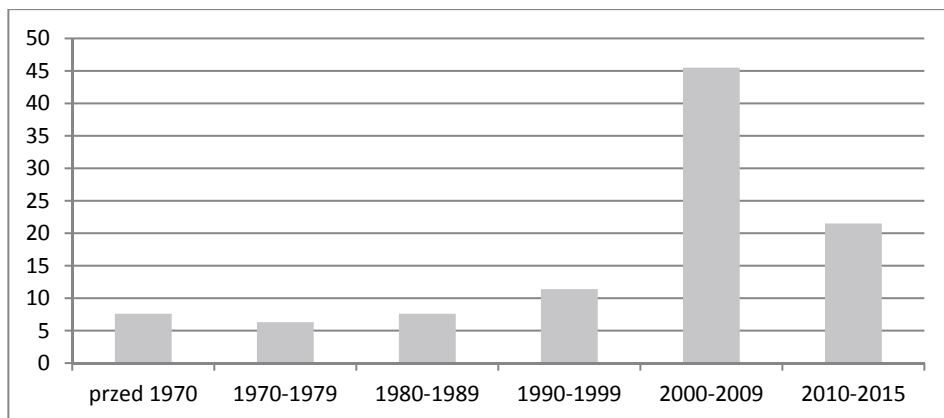
Źródłami kapitału niesurowcowych SWF są przede wszystkim nadmierne rezerwy walutowe, nadwyżki budżetowe, krajowe oszczędności oraz wpływy z prywatyzacji. Głównym celem tego typu funduszy staje się zwiększenie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, zwłaszcza wzrost dochodowości tej części rezerw walutowych, która pozostaje na poziomie wyższym niż uznany za adekwatny (optymalny) dla gospodarki danego kraju. Niesurowcowe SWF są zakładane zwłaszcza przez kraje azjatyckie, w szczególności Chiny [Bogołębska, 2012].

Innym sposobem klasyfikowania SWF jest ich podział ze względu na cel i realizowaną politykę inwestycyjną. Zgodnie z typologią MFW [IMF, 2007] można wyróżnić następujące rodzaje SWF:

- Fundusze stabilizacyjne (*stabilization funds*) – ustanawiane są przez kraje bogate w surowce naturalne w celu stabilizowania budżetu państwa i ochrony gospodarki przed wahaniami cen surowców (głównie ropy naftowej). Fundusze te gromadzą aktywa w okresach wysokich cen surowców z osiągniętych nadwyżek w celu osłabienia efektów zmniejszenia wpływów budżetowych w okresach spadku cen surowców.
- Fundusze oszczędnościowe (*saving funds*) – mają na celu podział majątku pomiędzy pokoleniami. W krajach bogatych w surowce naturalne oszczędności uzyskane z eksportu zasobów o charakterze nieodnawialnym transferowane są w formie aktywów finansowych dla przyszłych pokoleń.
- Korporacje inwestowania rezerw (*reserve investment corporations*) – koncentrują się na zmniejszeniu kosztów utrzymywania rezerw walutowych oraz wzroście dochodowości aktywów rezerwowych.
- Fundusze rozwoju (*development funds*) – służą inwestowaniu w projekty rozwojowe o charakterze społeczno-gospodarczym, w szczególności rozbudowę infrastruktury.
- Rezerwowe fundusze emerytalne (*pension reserve funds*) – skupiają się na wspomaganiu wypłat przyszłych świadczeń emerytalnych, lecz w odróżnieniu od funduszy emerytalnych ich środki nie pochodzą od uczestników systemu emerytalnego.

Rosnące znaczenie SWF w gospodarce światowej, które trwa od początku XXI w. i przejawia się wzrostem liczby SWF oraz wartości ich aktywów, spowodowane jest przede wszystkim dwoma czynnikami. Pierwszy stanowi wzrost cen surowców, zwłaszcza ropy naftowej. Drugi czynnik to dynamiczny wzrost wartości gromadzonych przez kraje wschodzące i rozwijające się w ramach oficjalnych rezerw dewizowych [Baran, 2012].

Dane udostępniane przez Sovereign Wealth Fund Institute wskazują, że zdecydowanie najwięcej SWF powstało w ciągu pierwszej dekady XXI w. (45,6% tego typu funduszy). Dynamika ta nie uległa zmniejszeniu w pierwszej połowie drugiej dekady XXI w. (21,5% SWF). Niezwykle szybko wzrosła wartość aktywów SWF – z 1058 mld USD w 2001 r. do 7360 mld USD w 2016 r. Zatem od początku ubiegłej dekady aktywa SWF wzrosły ponad siedmiokrotnie.

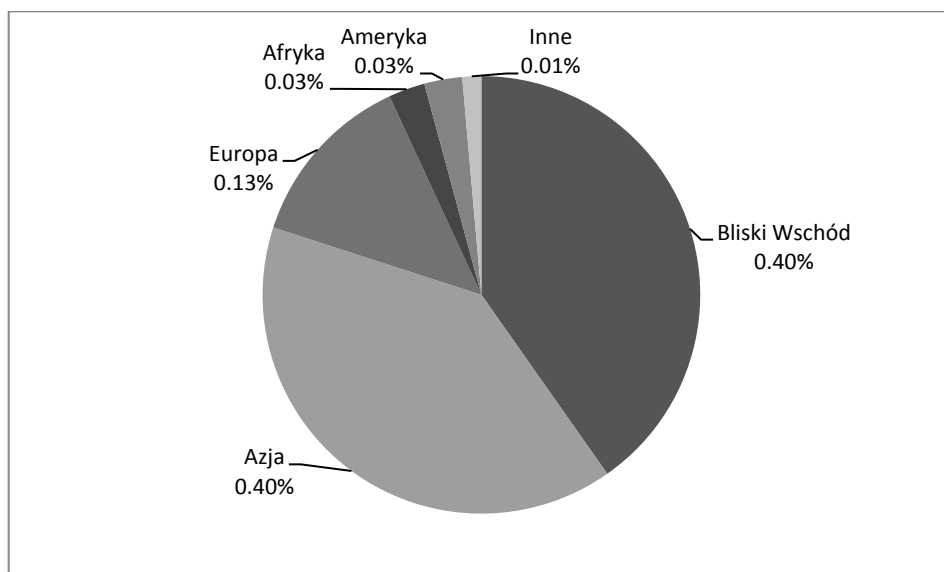


**Rys. 1.** Państwowe fundusze majątkowe według roku powstania (w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Sovereign Wealth Fund Institute [www 1].

Przeważającą większość SWF stanowią fundusze krajów Azji (39,74%) i Bliskiego Wschodu (40,24%). Z Europy pochodzi 13,1% SWF, natomiast charakterystyczna okazuje się niewielka ich liczba w przypadku obu Ameryk (2,8%) oraz Afryki (2,7%).

W rankingu największych SWF dominują fundusze z krajów wschodzących i rozwijających się. Wśród 20 SWF posiadających największe aktywa jedynie 5 to fundusze pochodzące z krajów wysoko rozwiniętych. Ponadto aktywa SWF charakteryzuje wysoki stopień koncentracji. Zaledwie 5 największych funduszy zarządza aktywami wartymi 3669,9 mld USD, co stanowi 49,86% aktywów wszystkich SWF. Natomiast 10 największych funduszy zarządza aktywami o wartości 5547,5 mld USD, co stanowi 75,37% aktywów wszystkich SWF.



**Rys. 2.** Struktura geograficzna SWF

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Sovereign Wealth Fund Institute [www 1].

**Tabela 1.** Największe SWF pod względem wartości aktywów

Lp.	Państwo	Fundusz	Aktywa (mld USD)	Rok założenia	Źródło kapitału	Indeks transparentności*
1	2	3	4	5	6	7
1.	Norwegia	Government Pension Fund – Global	922,1	1990	surowcowy (ropa)	10
2.	ZEA	Abu Dhabi Investment Authority	828	1976	surowcowy (ropa)	6
3.	Chiny	China Investment Corporation	813,8	2007	niesurowcowy	8
4.	Kuwejt	Kuwait Investment Authority	592	1953	surowcowy (ropa)	6
5.	Arabia Saudyjska	SAMA Foreign Holdings	514	1953	surowcowy (ropa)	4
6.	Hongkong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	456,6	1993	niesurowcowy	8
7.	Chiny	SAFE Investment Company	441	1997	niesurowcowy	4
8.	Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	350	1981	niesurowcowy	6
9.	Katar	Qatar Investment Authority	335	2005	surowcowy (ropa i gaz)	5
10.	Chiny	National Social Security Fund	295	2000	niesurowcowy	5

cd. tabeli 1

1	2	3	4	5	6	7
11.	ZEA	Investment Corporation of Dubai	200,5	2006	niesurowcowy	5
12.	Singapur	Tamasek Holdings	180	1974	niesurowcowy	10
13.	Arabia Saudyjska	Public Investment Fund	183	2008	surowcowy (ropa)	4
14.	ZEA	Mubadala Investment Company	125	2002	surowcowy (ropa)	10
15.	ZEA	Abu Dhabi Investment Council	110	2007	surowcowy (ropa)	b.d.
16.	Korea Pd.	Korea Investment Corporation	108	2005	niesurowcowy	9
17.	Australia	Australian Future Fund	91,1	2006	niesurowcowy	10
18.	Rosja	National Welfare Fund	72,2	2008	surowcowy (ropa)	5
19.	Libia	Libyan Investment Authority	66	2006	surowcowy (ropa)	1
20.	Kazachstan	Kazakhstan National Fund	64,7	2000	surowcowy (ropa)	2

\* Indeks transparentności Linaburga-Maduella został stworzony przez Carla Linaburga i Michaela Maduella w Instytucie Państwowych Funduszy Majątkowych. Wskaźnik ten jest narzędziem umożliwiającym ocenę państwowych funduszy majątkowych pod względem przejrzystości ich działania. Przyjmuje wartości od 1 (najniższa transparentność) do 10 (najwyższa transparentność). Indeks transparentności opiera się na dziesięciu kluczowych zasadach transparentności, za których spełnienie fundusz otrzymuje po jednym punkcie. Wspomniane zasady dotyczą publikowania następujących informacji: 1) geneza, cel, źródła finansowania i struktura właścicielska; 2) roczne raporty zbadane przez niezależnego audytora; 3) struktura portfela (nazwy spółek, struktura geograficzna); 4) wartość portfela, stopy zwrotu, opłaty za zarządzanie; 5) stosowane standardy etyczne, polityka inwestycyjna; 6) strategie i założone cele; 7) spółki zależne, wraz z podaniem ich siedziby i danych kontaktowych; 8) zewnętrzne firmy zarządzające aktywami funduszu; 9) prowadzenie własnej strony internetowej; 10) dane głównej siedziby i dane kontaktowe [www 2].

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Sovereign Wealth Fund Institute [www 1].

Szczególną rolę we wzroście znaczenia SWF w gospodarce światowej odgrywają Chiny. W Państwie Środka utworzono 4 fundusze, a mianowicie SAFE Investment Company, National Social Security Fund, China Investment Corporation oraz China-Africa Development Fund. Należy podkreślić, że w pierwszej dziesiątce SWF cechujących się największą wartością aktywów są aż 3 fundusze z Chin (vide tabela 1), które w 2016 r. zarządzały aktywami o wartości 1,56 bln USD, co stanowiło 21,1% aktywów wszystkich SWF.

## **2. Negatywne aspekty działalności SWF jako przesłanka ich regulacji**

Wpływ działalności SWF na gospodarki krajów, w których fundusze te inwestują, jak również na stabilność gospodarki światowej trudno jednoznacznie ocenić. W literaturze przedmiotu oraz w debacie publicznej wskazuje się jednak na wiele cech i aspektów polityki SWF, mogących być źródłem negatywnych skutków i zjawisk. Owe negatywne aspekty działalności SWF stanowią główną przesłankę poddania ich regulacji.

Podstawowym zastrzeżeniem dotyczącym działalności SWF jest to, że w swojej polityce inwestycyjnej kierują się nie tylko motywami ekonomicznymi, a więc dążeniem do maksymalizacji zysku, lecz także motywami strategicznymi. Wiązą się one z chęcią wywierania wpływu bądź nawet przejęcia kontroli nad sektorami o strategicznym znaczeniu dla gospodarki kraju goszczącego. Dotyczy to przede wszystkim sektorów wydobywczego (ropa naftowa, gaz ziemny, metale), energetycznego oraz finansowego. Źródłem obaw są również inwestycje SWF w infrastrukturę krajową. Motywy strategiczne wynikają zatem nie z chęci osiągnięcia zysku, lecz z dążenia do wywierania wpływu na gospodarkę danego kraju.

Obawy krajów goszczących, dotyczące kierowania się przez SWF motywami strategicznymi, w szczególności koncentrują się na działalności inwestycyjnej funduszy pochodzących z krajów niedemokratycznych. Często zarzuty tego typu formułowane są pod adresem chińskich SWF, które należą do największych tego typu funduszy na świecie. Ponadto zwraca się uwagę na tendencję nabywania przez niektóre SWF z krajów wschodzących aktywów w sektorach strategicznych, zwłaszcza finansowych, wysoko rozwiniętych krajów Zachodu. Dla przykładu, kontrowersje tego typu towarzyszyły inwestycjom dokonywanym przez chińskie SWF w Stanach Zjednoczonych i odnosiły się do zakupów aktywów w sektorze wydobywczym i instytucjach finansowych [Koch-Weser, Haacke, 2013]. Podobne przypadki dotyczą inwestycji chińskich SWF w krajach afrykańskich.

Dwoistość motywów, którymi SWF kierują się w swojej polityce inwestycyjnej, wynika z ich szczególnego charakteru, odróżniającego te fundusze od inwestorów prywatnych. Jak już wspomniano, cechami definitywnymi SWF są charakter ich własności i kontroli nad nimi (są funduszami zarządzającymi aktywami będącymi własnością państwa i pozostają pod bezpośrednią lub pośrednią kontrolą władz krajów ich pochodzenia) oraz charakter celów (SWF tworzone są dla realizacji celów makroekonomicznych i interesu narodowego).



Zatem z istoty SWF wynika, że nie działają tak, jak inwestorzy prywatni. Decyzje inwestycyjne SWF postrzega się więc jako przedłużenie polityki prowadzonej przez rząd będący ich właścicielem oraz jako instrument wywierania wpływu na kraje goszczące [Cumming i in., red., 2017]. Pojawiają się również obawy przed wykorzystywaniem siły ekonomicznej SWF jako instrumentu nacisku politycznego oraz przed stosowaniem metody wymuszania ustępstw politycznych. W związku z tym działalność SWF postrzegana bywa jako zagrożenie dla suwerenności gospodarczej i bezpieczeństwa narodowego krajów goszczących. Szczególnie istotne okazuje się to w przypadku SWF pochodzących z krajów będących geopolitycznymi rywalami. Ponadto często występują konflikty interesów pomiędzy SWF a krajami, w których fundusze te inwestują [Truman, 2011].

Źródłem obaw krajów goszczących pozostaje również niska transparentność struktur i polityki inwestycyjnej wielu SWF. Należy podkreślić, że w przeciwieństwie do instytucjonalnych inwestorów prywatnych, takich jak banki, fundusze emerytalne czy inwestycyjne, SWF nie są poddane stałemu obowiązkowi sprawozdawczemu. W związku z tym nie publikują dokładnych raportów zawierających informacje na temat ich polityki inwestycyjnej, struktury portfela inwestycyjnego, zarządzania ryzykiem i struktury organizacyjnej oraz zarządzania. W rezultacie SWF są inwestorami, których cechą charakterystyczną pozostaje mała przejrzystość, będąca źródłem podejrzeń i obaw dotyczących ich decyzji inwestycyjnych. Efekt ten wzmacnia obecność przedstawicieli sektora publicznego i polityki we władzach SWF [De Bellis, 2011].

Negatywne aspekty działalności inwestycyjnej SWF wynikają także z tego, że znacząca część tych funduszy to podmioty utworzone w celu zarządzania nadwyżkową częścią oficjalnych rezerw walutowych. Celem tego typu SWF jest zmniejszenie kosztów utrzymania nadmiernych rezerw walutowych przez niektóre kraje notujące stałe nadwyżki bilansu obrotów bieżących. Fundusze te prowadzą zatem bardziej agresywną i ryzykowną politykę, niż w przypadku tradycyjnego, konserwatywnego zarządzania aktywami rezerwowymi przez banki centralne [Nugée, 2005]. Stwarza to ryzyko wystąpienia straty nagromadzonego w formie rezerw majątku narodowego, a także stanowi zagrożenie dla stabilności gospodarki światowej, ponieważ tego typu SWF inwestują w aktywa instytucji finansowych podejmujących ryzykowne decyzje inwestycyjne, które przynoszą wyższe stopy zwrotu w okresie krótkim. Zagrożeniem dla stabilności gospodarki światowej jest też procykliczny charakter zarządzania rezerwami walutowymi, który przejawia się ucieczką do aktywów bezpiecznych w czasach kryzysu (*flight to quality*) i pozbywaniem się inwestycji uważanych w danym

momencie za bardziej ryzykowne, takich jak depozyty bankowe i obligacje agencji rządowych, szczególnie zaś obligacji skarbowych emitowanych przez kraje dotknięte kryzysem [Pihlman, Hoorn, 2010].

### 3. Metody regulacji działalności państwowych funduszy majątkowych

Wzrost znaczenia państwowych funduszy majątkowych w gospodarce światowej, ich szczególne cechy oraz wiele negatywnych aspektów ich działalności doprowadziły do podejmowania prób regulacji SWF zarówno na poziomie krajowym, jak i międzynarodowym.

Negatywne aspekty działalności SWF, zwłaszcza te odnoszące się do zagrożeń dla bezpieczeństwa narodowego, stały się przesłanką ich regulacji mającej źródło w powszechnie obowiązującym prawie krajowym. Podstawową zaletą regulacji krajowych jest fakt, że są one wiążące, a nieprzestrzeganie norm prowadzi do uruchomienia sankcji. Regulacje krajowe cechuje zatem efektywny mechanizm egzekwowania (*enforcement mechanism*). Ponadto przyjęcie regulacji na poziomie krajowym jest dużo łatwiejsze niż w przypadku regulacji międzynarodowych, które wymagają wypracowania kompromisu pomiędzy wieloma zaangażowanymi krajami.

Istniejące normy prawa krajowego reprezentują różne podejścia do regulowania działalności SWF. Najbardziej restrykcyjne rozwiązania przewidują ustanowienie górnych pułapów wartości inwestycji SWF (np. określenie maksymalnej wartości pakietu akcji, jakie może nabyć fundusz), wprowadzenie warunkowości dla niektórych inwestycji SWF (np. wymóg uzyskania zezwolenia organu odpowiedzialnego za nadzór finansowy) oraz zamknięcie niektórych sektorów na inwestycje tych funduszy. Innym podejściem jest wprowadzenie szeregu wymogów dotyczących sprawozdawczości SWF i podawania do publicznej wiadomości informacji na temat strategii inwestycyjnej i portfela inwestycyjnego. Celem regulacji staje się w tym przypadku zwiększenie przejrzystości działania SWF oraz ich obowiązków w zakresie sprawozdawczości [Kratsas, Truby, 2015]. Warto podkreślić, że wiele inwestycji SWF zostało zablokowanych przez rządy poszczególnych krajów kierujących się argumentem zagrożenia dla bezpieczeństwa narodowego. Należy jednak pamiętać, że przy tworzeniu regulacji narodowych powinno się brać pod uwagę również pozytywne aspekty działalności SWF stanowiących istotne źródło kapitału długoterminowego. Nadmierne regulacje mogą zniechęcić te fundusze do inwestowania i prowadzić do obniżenia poziomu dobrobytu kraju wprowadzającego regulacje.

Krajowe regulacje działalności SWF posiadają jednak pewne wady. Przede wszystkim mogą stać się instrumentem protekcjonistycznym, gdy kraje próbują używać argumentu bezpieczeństwa narodowego, dążąc do ograniczenia możliwości inwestowania SWF. Tego typu działania mogą pod pretekstem ochrony przed SWF stanowić barierę dla swobody przepływów kapitału. Występuje również tendencja do poddawania SWF nadmiernym wymogom w regulacjach krajowych w stosunku do podmiotów prywatnych [Kratsas, Truby, 2015]. Problemem pozostaje także różnorodność regulacji w poszczególnych jurysdykcjach, gdzie obowiązujące prawo ustala różne wymogi w stosunku do SWF i zapewnia odmienny poziom ochrony przed niepożądanymi działaniami tych funduszy. Stwarza to ryzyko, że SWF będą koncentrowały swoje działania w krajach, w których regulacje są łagodniejsze. Regulacja ich działalności na poziomie międzynarodowym pozwala natomiast zapewnić jednakowe standardy. Przesłanką tworzenia regulacji międzynarodowych staje się również fakt, że działalność SWF wiąże się z ryzykiem systemowym, które polega na możliwości wystąpienia efektu zarażania (*contagion effect*) we współczesnym międzynarodowym systemie finansowym i nie ogranicza się tylko do krajowych rynków finansowych.

Alternatywą dla regulacji krajowych stanowiących normy obowiązującego prawa i skutecznych poprzez istnienie sankcji (*hard law*) są regulacje będące niewiązującymi oraz dobrowolnie przyjętymi zasadami odnoszącymi się do polityki inwestycyjnej i funkcjonowania SWF (*soft law*). Przypadek ten dotyczy w szczególności metody samoregulacji (*self-regulation*) przez same SWF. W tym podejściu regulacja przyjmuje formę kodeksu postępowania (*code of conduct*), który stanowi zbiór zasad, standardów i wzorów postępowania, przyjmowany dobrowolnie przez wszystkie negocjujące strony. W tym przypadku nie powołuje się żadnego centralnego organu zapewniającego wdrażanie przyjętych regulacji. Zaletą rozwiązań opartych na samoregulacji jest to, że w tworzeniu kodeksu postępowania uczestniczą podmioty, których regulacje te będą dotyczyć. Takie podejście pozwala także zmniejszyć ryzyko presji wewnętrznej na rządy poszczególnych krajów, aby podejmowały kroki o charakterze protekcjonistycznym. Ponadto należy podkreślić, że tworzenie międzynarodowych regulacji opartych na normach prawa międzynarodowego i cechujących się efektywnym mechanizmem egzekwowania to proces bardzo długotrwały, a niekiedy stworzenie takich regulacji okazuje się wręcz nierealistyczne [Kratsas, Truby, 2015].

Dyskusje na temat stworzenia międzynarodowych regulacji działalności SWF prowadzone były głównie na forum Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD). Organizacje te poprzez publikowanie raportów i wytycznych położyły podwaliny pod późniejsze regulacje międzynarodowe.

W maju 2007 r. MFW zorganizował spotkanie przedstawicieli SWF w Waszyngtonie w celu wymiany poglądów i doświadczeń dotyczących zarządzania tymi funduszami. Fundusz rozpoczął również pracę analityczną nad praktyką funkcjonowania i organizacji SWF. MFW w trakcie prac nad międzynarodowymi regulacjami SWF poparł metodę opartą na samoregulacji. W październiku 2007 r. Międzynarodowy Komitet Monetarny i Finansowy<sup>1</sup> potwierdził potrzebę prowadzenia dalszych analiz inwestycji prowadzonych przez SWF oraz wszczęcie dialogu z tymi funduszami w celu opracowania zbioru dobrych praktyk. MFW przeprowadził również badanie wśród SWF, którego wyniki opublikowane zostały w 2008 r. w dokumencie pt. *Sovereign Wealth Funds: A Survey of Current Institutional and Operational Practices* [IMF, 2008b].

W kwietniu 2008 r. Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju opublikowała raport pt. *Report on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*. W dokumencie tym uznano za zasadne obawy krajów goszczących, dotyczące wpływu inwestycji SWF na bezpieczeństwo narodowe i stabilność finansową, jednak podkreślono, że regulacje krajowe nie mogą być stosowane jako instrument o charakterze protekcyjnym. Raport został zatwierdzony przez ministrów finansów krajów OECD w czerwcu 2008 r. [OECD, 2008].

#### 4. „Zasady z Santiago” i ich implementacja

Efektem długiego procesu dyskusowania możliwych rozwiązań na poziomie międzynarodowym było utworzenie Międzynarodowej Grupy Roboczej do Spraw Państwowych Funduszy Majątkowych (*International Working Group of Sovereign Wealth Funds – IWG*) podczas spotkania przedstawicieli 26 krajów członkowskich MFW posiadających tego rodzaju fundusze, które odbyło się w dniach od 30 kwietnia do 1 maja 2008 r. w siedzibie Funduszu w Waszyngtonie. Głównym celem IWG było przygotowanie do października 2008 r. zbioru zasad odnoszących się do polityki inwestycyjnej SWF [IMF, 2008a]. Proces ten był koordynowany i wspierany przez MFW. Ponadto opracowując „Zasady z Santiago”, IWG bazowała na ustaleniach i wnioskach zawartych w raporcie MFW pt. *Sovereign Wealth Funds: A Survey of Current Institutional and Operational Practices* [IMF, 2008b].

---

<sup>1</sup> Międzynarodowy Komitet Monetarny i Finansowy jest organem doradczym Rady Gubernatorów MFW. W jego skład wchodzi reprezentanci krajów członkowskich, zazwyczaj w randze ministra finansów lub prezesa banku centralnego.

Podczas trzeciego spotkania IWG<sup>2</sup>, które odbyło się w Santiago w październiku 2008 r., przyjęto dokument *Generalne zasady i praktyki SWF* (*Generally Accepted Principles and Practices – GAPP*), który od miejsca spotkania znany jest pod nazwą „Zasady z Santiago” (*Santiago Principles*). Jest on najważniejszym dotychczasowym osiągnięciem w zakresie międzynarodowych regulacji SWF. GAPP stanowią zbiór 24 zasad odnoszących się przede wszystkim do sposobu zarządzania SWF, polityki inwestycyjnej, sprawozdawczości, niezależności i przejrzystości działania oraz zarządzania ryzykiem [Sovereign Wealth Funds, 2008]. Publikacja GAPP miała na celu wywołanie stabilności globalnego systemu finansowego, zmniejszenie tendencji protekcyjnych w krajach przyjmujących inwestycje SWF oraz utrzymanie otwartego klimatu inwestycyjnego w gospodarce światowej. Należy podkreślić, że w tworzeniu GAPP uczestniczyła znaczna część największych SWF, co stanowi niewątpliwie o ich legitymizacji. Ponadto dowodzi to, że „Zasady z Santiago” uznać można za formę samoregulacji przez SWF.

W GAPP wyznaczono 4 podstawowe cele, które powinny być realizowane przez wszystkie SWF. Zgodnie z dokumentem fundusze te mają: (1) wspierać stabilność światowego systemu finansowego oraz swobodę przepływów kapitału i inwestycji, (2) działać zgodnie z obowiązującymi w poszczególnych krajach regulacjami prawnymi, (3) prowadzić politykę inwestycyjną opartą na zasadzie maksymalizacji zysku oraz (4) posiadać adekwatne i przejrzyste struktury zarządzania, które zapewniają odpowiednią kontrolę, zarządzanie ryzykiem oraz odpowiedzialność [Sovereign Wealth Funds, 2008].

Strukturę GAPP tworzą 3 wyraźne sekcje. Pierwsza z nich, obejmująca zasady od 1 do 5, odnosi się do ram prawnych, celów oraz koordynacji z polityką makroekonomiczną. Sekcja druga, którą tworzą zasady od 6 do 17, dotyczy ram instytucjonalnych oraz sposobu zarządzania danym funduszem. Na sekcję trzecią składają się zasady od 18 do 24 dotyczące polityki inwestycyjnej oraz zarządzania ryzykiem.

GAPP stanowią zbiór zasad, których przestrzeganie przez kraje posiadające SWF jest dobrowolne. Zaznaczono, że zasady te są możliwe do wdrożenia w krajach na każdym poziomie rozwoju gospodarczego. Ponieważ stosowanie GAPP pozostaje dobrowolne, to kluczowe znaczenie mają przyjęcie i implementacja zasad zawartych w tym dokumencie przez poszczególne SWF. Implementacja GAPP wymaga zatem zmian regulacyjnych wewnątrz poszczególnych SWF, a także przyjęcia odpowiednich aktów prawa krajowego [Sovereign Wealth Funds, 2008].

---

<sup>2</sup> Dwa pierwsze spotkania IWG odbyły się kolejno w Waszyngtonie i Singapurze.

Celem usprawnienia implementacji GAPP kraje będące sygnatariuszami podjęły decyzję o powołaniu stałej grupy, która będzie monitorowała proces wdrażania „Zasad z Santiago” oraz poddawała stopień ich implementacji regularnym ocenom. Stała grupa miała również stanowić forum wymiany poglądów i opinii pomiędzy krajami będącymi właścicielami SWF a krajami, w których fundusze te inwestują. Celem grupy miały stać się także zbieranie oraz upowszechnianie informacji odnoszących się do wdrażania GAPP.

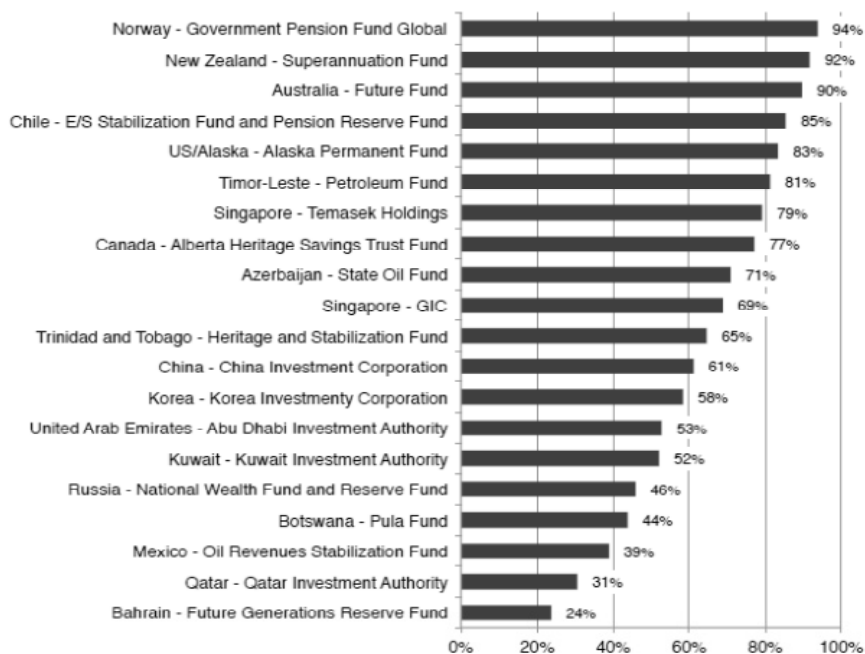
W związku z tym na mocy Deklaracji z Kuwejtu z 9 kwietnia 2009 r. powołano do życia Międzynarodowe Forum do Spraw Państwowych Funduszy Majątkowych (*International Forum of Sovereign Wealth Funds – IFSWF*), które stało się spadkobiercą IWG. Forum stanowi dobrowolną organizację krajów posiadających SWF. Jego celem jest wspomaganie krajów członkowskich we wdrażaniu „Zasad z Santiago”. Forum stanowi platformę dialogu, a także organizację prowadzącą badania rynku SWF oraz koordynującą proces samooceny prowadzonej przez kraje posiadające SWF. Obecnie IFSWF zrzesza 30 krajów z całego świata, które zatwierdziły „Zasady z Santiago”. Co trzy lata kraje te dokonują oceny stopnia wdrożenia GAPP [Mation, 2016].

## **5. Ocena międzynarodowych regulacji działalności państwowych funduszy majątkowych**

Największą wadą GAPP pozostaje charakter tych regulacji. Jak już wspomniano, stosowanie się poszczególnych krajów do poszczególnych zasad jest dobrowolne. Obowiązku ich przestrzegania nie mają nawet kraje, które partycypowały w tworzeniu „Zasad z Santiago”. W związku z tym GAPP cechuje brak efektywnego mechanizmu egzekwowania. Z samej istoty metody opartej na samoregulacji wynika to, że nie powołano do życia żadnej instytucji, która egzekwowałaby przestrzeganie tych zasad przez SWF. Za instytucję taką nie można uznać IFSWF, gdyż stanowi jedynie platformę dialogu oraz koordynuje proces samooceny prowadzonej przez kraje posiadające SWF.

Podjęcie przez SWF wysiłków na rzecz wdrożenia GAPP pozostaje natomiast w ścisłym związku z ich reputacją, bowiem posiadanie dobrej reputacji pozwala zmniejszyć obawy krajów goszczących. Nie stało się jednak tak, jak oczekiwano, a mianowicie kwestia reputacji nie doprowadziła do zwiększonych wysiłków funduszy mających słabą opinię wśród krajów goszczących na rzecz implementacji GAPP. Dotychczas jedynie niektóre SWF podjęły działania w celu wdrożenia „Zasad z Santiago”.

W dalszym ciągu duża część spośród największych SWF cechuje się bardzo niewielką transparentnością. W szczególności dotyczy to funduszy pochodzących z takich krajów, jak Zjednoczone Emiraty Arabskie, Arabia Saudyjska, Chiny, Kuwejt i Katar. Jednocześnie aktywa mało transparentnych SWF stanowią znaczną część aktywów wszystkich tego typu funduszy. Najwyższą transparentnością cechują się SWF z Norwegii, Australii, Singapuru i Korei Południowej (vide tabela 1).



**Rys. 3.** The Santiago Compliance Index 2013

Źródło: *The Santiago Compliance Index...* [2014, s. 3].

Poza indeksem transparentności na niewielką skuteczność GAPP wskazuje także „The Santiago Compliance Index”, który jest miernikiem stopnia wdrożenia przez poszczególne SWF „Zasad z Santiago”. Konstrukcja tego wskaźnika opiera się na ocenie stopnia implementacji każdej z poszczególnych 24 zasad. Również w tym przypadku najwyższe wartości tego indeksu notują SWF z krajów, takich jak Norwegia, Nowa Zelandia, Australia i Kanada, natomiast znacznie niższe wartości indeksu występują w przypadku SWF posiadających największe aktywa i wywodzących się z Chin, Zjednoczonych Emiratów Arabskich, Kataru, Bahrajnu, Kuwejtu i Rosji.

## Podsumowanie

Szybki wzrost liczby państwowych funduszy majątkowych oraz wartości ich aktywów od początku XXI w. doprowadził do znaczącego wzrostu znaczenia SWF w gospodarce światowej. Fundusze tego typu stały się jednym z najważniejszych globalnych inwestorów instytucjonalnych. SWF powstają głównie w krajach wschodzących i rozwijających się, co jest symptomem zmiany układu sił w gospodarce światowej, który polega na wzroście znaczenia krajów wschodzących i rozwijających się oraz spadku znaczenia krajów rozwiniętych. Jest wyrazem przesuwania się biegunów wzrostu gospodarki światowej z Zachodu na Wschód.

Dynamiczny rozwój SWF jest źródłem wielu zagrożeń dla krajów goszczących i gospodarki światowej. Znaczna część SWF cechuje się niską transparentnością struktur i polityki inwestycyjnej. Ponadto część tych funduszy w swojej polityce inwestycyjnej kieruje się nie tylko motywami ekonomicznymi, wynikającymi z dążenia do maksymalizacji zysku, lecz także motywami strategicznymi. W związku z tym działalność SWF postrzegana bywa jako zagrożenie dla suwerenności gospodarczej i bezpieczeństwa narodowego krajów goszczących.

Odpowiedzią na te zagrożenia stały się różnorodne próby regulacji działalności SWF zarówno na poziomie krajowym, jak i międzynarodowym. Podstawową zaletą regulacji krajowych jest fakt, że są one wiążące, a nieprzestrzeganie norm prowadzi do uruchomienia sankcji. Krajowe regulacje działalności SWF posiadają jednak pewne wady. Wynikają one w szczególności z możliwości traktowania regulacji krajowych jako instrumentu protekcyjnego oraz poddania SWF nadmiernym wymogom w stosunku do podmiotów prywatnych. Regulacja działalności SWF na poziomie międzynarodowym pozwala zapewnić jednakowe standardy, jednakże ich podstawowymi wadami stają się niewiązący charakter i brak mechanizmu zapewniającego skuteczne wdrożenie. Najważniejszą inicjatywą w zakresie regulacji międzynarodowych pozostają „Zasady z Santiago”. Dokument ten stanowi zbiór 24 zasad odnoszących się przede wszystkim do sposobu zarządzania SWF, polityki inwestycyjnej, sprawozdawczości, niezależności i przejrzystości działania oraz zarządzania ryzykiem. Jednakże stosowanie się poszczególnych krajów do tych zasad jest dobrowolne. Dotychczas jedynie niektóre SWF podjęły działania w celu wdrożenia „Zasad z Santiago”. Ponadto nadal bardzo duża część spośród największych SWF cechuje się bardzo niewielką transparentnością. W odniesieniu do kierunków dalszych badań niewątpliwie należy wskazać analizę postępów w realizacji



„Zasad z Santiago” przez poszczególne SWF, a także skutków regulacji wprowadzanych na poziomie krajowym oraz dalszych możliwości współpracy międzynarodowej w zakresie regulacji działalności SWF.

## Literatura

- Aizenman J., Glick R. (2008), *Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about Their Determinants and Governance*, Working Paper 2008-33, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Baran B. (2012), *Znaczenie państwowych funduszy majątkowych na globalnym rynku kapitałowym*, „Gospodarka Narodowa”, nr 9, s. 39-59.
- Bogulebska J. (2012), *Państwowe fundusze majątkowe jako publiczni inwestorzy instytucjonalni na globalnym rynku finansowym*, „Acta Universitatis Lodziensis”, nr 266, s. 221-232.
- Cumming D., Wood G., Filatotchev I., Reinecke J., eds. (2017), *The Oxford Handbook of Sovereign Wealth Funds*, Oxford.
- De Bellis M. (2011), *Global Standards for Sovereign Wealth Funds: The Quest for Transparency*, „Asian Journal of International Law”, No. 1, s. 349-382.
- IMF (2007), *Global Financial Stability Report*, Washington.
- IMF (2008a), *Press Release No. 08/97*, 01.05.2008, Washington.
- IMF (2008b), *Sovereign Wealth Funds: A Survey of Current Institutional and Operational Practices*, Washington.
- Koch-Weser I.N., Haaeke O.D. (2013), *China Investment Corporation: Recent Developments in Performance, Strategy and Governance*, US-China Economic and Security Review Commission, Washington.
- Kratsas G., Truby J. (2015), *Regulating Sovereign Wealth Funds to Avoid Investment Protectionism*, „Journal of Financial Regulation”, No. 1, s. 95-134.
- Mation G. (2016), *Regulating Sovereign Wealth Funds: When States Become Entrepreneurs*, „Cambridge Journal of International and Comparative Law”, Vol. 5, Iss. 3, s. 475-501.
- Nugée J. (2005), *Foreign Exchange Reserves Management*, Handbook in Central Banking No. 19, Bank of England, London.
- OECD (2008), *Report on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, Paris.
- Pihlman J., Hoorn H. (2010), *Procyclicality in Central Bank Reserve Management: Evidence from the Crisis*, International Monetary Fund, Washington.
- Sovereign Wealth Funds (2008), *Sovereign Wealth Funds. Generally Accepted Principles and Practices*, International Working Group of Sovereign Wealth Funds.

*The Santiago Compliance Index 2013* (2014), GeoEconomica Benchmarking Series SCI, January.

Truman E.M. (2011), *Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different?* Working Paper No. WP 11-12, Peterson Institute for International Economics, Washington.

Wiśniewski P. (2018), *Państwowe fundusze majątkowe jako globalny inwestor alternatywny*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

[www 1] <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings> (dostęp: 10.07.2018).

[www 2] <https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index> (dostęp: 10.07.2018).

## INTERNATIONAL REGULATIONS OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS

**Summary:** Sovereign wealth funds (SWFs) are special purpose investment funds or arrangements that are owned by the general government. They are created by the general government for macroeconomic purposes. The symptoms of the rising role of SWFs in the global economy since the beginning of the 20th century are its growing number and the value of assets under management. The proliferation of SWFs is mostly driven by two factors, namely growing prices of oil and the accumulation of foreign exchange reserves in emerging and developing economies. However, the rise of SWFs in the global economy poses several threats for both domestic economy in host countries and the stability of the international financial system. The negative aspects of SWFs are considered as the main reasons for their regulation, both at the national and international level. The most prominent advantage of national regulation is effective enforcement mechanism. However, national regulations can be used as a protectionist measure. Moreover, there is a tendency for excessive regulation of SWFs compared to private investors. Conversely, international regulation of SWFs assures that the requirements and restrictions are identical for all these funds. However, the most prominent drawback of current international regulation is the lack of effective enforcement mechanism. As a result, implementation of the “Santiago Principles” that encompass a set of twenty four principles remain voluntary and there is no international institution that has the authority to enforce it. It is underscored, that so far only limited number of SWFs have endorsed “Santiago Principles”. What is more, the largest SWFs in terms of assets under management are characterised by low transparency.

**Keywords:** sovereign wealth funds, investment strategy, international regulations.